

재정법제 연구 07-01

# 국가재정과 주택금융제도 I

## - 미국의 주택금융법제 -

정 대 · 곽관훈

# 국가재정과 주택금융제도 I

## - 미국의 주택금융법제 -

Public Finance and Housing Finance System I

- The American Housing Finance System -

연구자 : 정 대(한국해양대 법학부 교수)

Chung, Dae

곽관훈(부연구위원)

Kwak, Kwan-Hoon

2007. 6.

## 국문 요약

미국의 주택금융제도는 모기지(mortgage)를 핵심으로 하고 있다. 특히 모기지 중심의 공적인 주택금융제도는 1930년대의 대공황을 극복하기 위한 뉴딜주택금융개혁입법에 의해 확립되었다고 할 수 있다.

주택금융시스템에 대한 뉴딜개혁조치의 내용은 다음과 같다. 첫째, 저축금융기관에 유동성을 공급하는 FHLB제도가 확립되었다. 둘째, 주택모기지시장에 긴급구제자금을 공급하기 위해 HOLC가 설립되었다. 셋째, FHA는 주택모기지보험을 제공하여 1차 시장의 안정화에 기여하였다. 넷째, FNMA는 주택모기지의 유동화와 관련된 2차 시장의 발전을 위한 제도적 초석을 놓았다.

뉴딜개혁이후 1960년대 초까지의 미국의 경제성장기에는 VA의 보증제도가 창설되었고, 주택건설산업의 호황과 함께 저축금융기관이 급성장을 하였으며, 나아가 미국인의 주택소유비율도 급증하였다.

1960년대 중반이후부터 1980년대 초반까지는 높은 인플레이션과 고금리현상의 순환적인 발생으로 인해 미국의 경제가 침체를 겪게 되었고, 그것이 주택모기지시장에도 영향을 주었다. 이 시기에 연방정부는 저축금융기관에 대한 규제완화조치와 함께 주택모기지의 유동화 정책, 즉 증권화 정책을 적극적으로 추진하였다.

한편, 1980년대 후반의 저축금융기관의 위기를 극복하기 위해 FIRREA가 제정되었는데, FIRREA는 1930년대 확립된 주택금융의 규제시스템을 전면적으로 개혁하였다. 그 결과, FHFB, OTS, 및 SAIF에 의한 신규제시스템이 확립되었다.

1990년 이후에는 주택금융시장에 있어서 저축금융기관의 지위가 현저하게 약화된 반면에, 상업은행과 모기지회사의 역할이 크게 확대되

었다. 그리고 FHA·VA의 보험·보증이 후퇴하면서 민간주택보험회사가 급성장을 하게 되었다. 그럼에도 불구하고, 연방주택대부은행, FNMA, GNMA, FHLMC와 같은 공적금융기관은 주택금융시장에서 중요한 역할과 기능을 여전히 수행하고 있다.

키워드 : 모기지, 주택모기지, 주택금융제도, 주택금융시스템, 모기지담보증권, 저축금융기관, 전통적 모기지, 모기지시장, 저축금융기관감독청, 연방주택금융이사회, 저축기관보험기금, 정리신탁공사

# Abstract

It is said that home ownership is the symbol of the American dream. The American dream did not come true until the New Deal reforms started to get over the Great Depression.

The New Deal reforms are based on the modern housing finance system. First, the Federal Home Loan Bank System was established to provide funds for savings and loan associations(S&L). Second, the Home Owners' Loan Corporation was founded to provide emergent relief to homeowners in danger of losing their homeownership. Third, the Federal Housing Administration has played a significant role in insuring mortgages. Fourth, the Federal National Mortgage Association has been established to encourage formation of the secondary mortgage market.

In 1944, the Veterans Administration was founded to provide loan guarantees under the Servicemen's Readjustment Act. Both the FHA's insurance program and the VA's guaranty program have recently contributed to stabilizing the primary mortgage market. Until the mid 1960s, the mortgage market together with growth of the S&L industry rapidly developed and the nation's total annual rate of homeownership greatly increased under economic growth of America.

However, credit crunch and high inflation rate had a bad effect on the mortgage market after the mid 1960s. Then, many thrift institutions suffered liquidity crisis. Congress made efforts to encourage growth of the secondary mortgage market to cope with difficulties of the mortgage market. In 1968, the Government National Mortgage Association was established within the

Department of Housing and Urban Development and became responsible for the government's special assistance and housing support programs. The FNMA, however, began to concentrate on the secondary mortgage market activities. In addition, the Federal Home Loan Mortgage Corporation was founded to focus on conventional mortgages in 1970. These legislative measures were intended to attract new sources of investment capital to the mortgage market. As a result, a mortgage-backed security was issued and securitization of mortgages greatly developed in the 1980s.

To solve many failures of thrifts in the late 1980s, the Congress enacted the FIRREA of 1989. Under the FIRREA, regulation of thrifts was strengthened and the New Deal system on housing finance that was established in the 1930s greatly changed.

In the 1990s, the role of thrifts in mortgage market was diminished, but commercial banks and mortgage companies grew in mortgage market. With regard to issuance of MBS, GNMA, FNMA, and FHLMC have still played an important role in mortgage market.

**Key words :** mortgage, mortgage market, mortgage-backed security, MBS, Federal Housing Administration, FHA, Veterans Administration, VA, Federal National Mortgage Association, FNMA, Government National Mortgage Association, GNMA, Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, Home Owners' Loan Corporation, HOLC, Federal Home Loan Bank Board, FHLBB, FIRREA, OTS, SAIF, FHFB, RTC

# 목 차

국문 요약 .....	3
Abstract .....	5
I. 序論 .....	11
1. 研究目的 .....	11
2. 研究方法 및 範圍 .....	16
II. 住宅金融시스템의 起源과 原型 .....	7· 1
1. 住宅金融專門金融機關의 誕生 .....	17
1.1. 序說 .....	17
1.2. 모기지會社(Mortgage Company) .....	17
1.3. 貯蓄貸付組合(savings and loan association) .....	19
1.4. 相互貯蓄銀行(mutual savings bank) .....	19
2. 住宅金融專門機關으로서의 貯蓄金融機關의 發展 .....	20
III. 大恐慌 前後의 住宅金融시스템 .....	3· 2
1. 大恐慌 以前의 住宅모기지市場 .....	23
2. 大恐慌時의 住宅모기지市場 .....	26
3. 뉴딜(New Deal)住宅金融시스템의 改革 .....	28

3.1. 住宅金融改革立法의 概要 .....	28
3.2. 住宅金融改革措置의 內容 .....	30
3.3. 小 結 .....	45
IV. 戰後期の 뉴딜의 住宅金融시스템 .....	7· 4
1. 經濟史的 背景 .....	47
2. 住宅金融關聯立法의 制定과 改正 .....	48
2.1. 除隊軍人支援法(Servicemen's Readjustment Act of 1944) .....	48
2.2. 1948年の 全國住宅法 .....	48
2.3. 1949年の 住宅法 .....	49
2.4. 1954年の 住宅法 .....	50
3. 뉴딜의 住宅金融시스템의 發展 .....	51
3.1. 聯邦住宅貸付銀行의 融資와 貯蓄金融機關의 發展 .....	51
3.2. FHA·VA의 프로그램의 擴大 .....	52
3.3. FNMA의 業務對象의 擴大 .....	53
4. 小 結 .....	54
V. 金融緊縮期の 住宅金融시스템 .....	7· 5
1. 經濟史的 背景 .....	57
2. 住宅金融關聯立法의 制定과 改正 .....	60
2.1. 1968年の 住宅都市開發法 .....	60
2.2. 1970年の 緊急住宅金融法 .....	64
2.3. 1984年の 2次모기지市場促進法 .....	66



3. 當時期의 住宅金融시스템의 內容 .....	69
3.1. 貯蓄金融機關의 變化와 危機 .....	69
3.2. 聯邦住宅貸付銀行의 活動 .....	74
3.3. FNMA의 活動 .....	75
3.4. GNMA의 活動 .....	76
3.5. FHLMC의 活動 .....	77
4. 小 結 .....	78
VI. 金融危機克服期의 住宅金融시스템 .....	9· 7
1. 時代的 背景 .....	79
2. 住宅金融改革立法 .....	80
2.1. 住宅金融改革의 概要 .....	80
2.2. 住宅金融改革立法의 內容 .....	81
3. 小 結 .....	86
VII. 1990年 以後의 住宅金融시스템 .....	9 8
1. 住宅金融市場의 變化 .....	89
1.1. 住宅金融手段 .....	89
1.2. 住宅金融機關 .....	90
2. 1990年의 住宅法의 內容 .....	93
2.1. 立法의 背景 .....	93
2.2. 主要內容 .....	93

3. 小 結 .....	94
VIII. 結 論 .....	97
<參 考 文 獻> .....	101

# I. 序論

## 1. 研究目的

주택의 소유(home ownership)는 미국인의 꿈(American dream)이다.<sup>1)</sup> 따라서 미국에서 자기소유의 주택을 갖는다는 것은 미국인의 꿈을 체현하는 특별한 의미를 갖는다고 할 수 있다.<sup>2)</sup> 다시 말하면 주택은 단순히 물리적인 주거의 의미에 한정되는 것이 아니라 개인의 기본적인 권과 자유, 특히 개인의 재산소유의 자유와 경제적 발전의 자유를 상징하는 시민사회의 구성요소로 되어 있고<sup>3)</sup>, 그 때문에 그 사회적 위치가 대단히 높은 것이라고 할 수 있다.<sup>4)</sup> 그리고 이러한 미국인의 꿈을 실현시키는데 있어서 미국의 연방정부는 1930년대 이후 대단히 중요한 역할을 하고 있다.

일반적으로 주택을 건설하거나 구입하는 것은 토지의 구입비를 포함시켜서 가계부문으로서는 연간소득의 수배에 상당하는 거액의 자금이 필요하게 된다. 그런데 일부의 부유층을 제외하면 일반적으로 근로자가 자기의 돈으로 그러한 자금을 마련한다는 것은 거의 불가능 일이라고 할 수 있다. 그래서 부동산 구입의 대부분은 신용의 이용을 통해 자금이 융통되는 것이 일반적이다. 대다수의 부동산의 매수인은

---

1) 1993년, 미국의 빌 클린턴 대통령(President Bill Clinton)은 “주택의 소유는 우리가 회복하고자 열심히 일을 하는 미국인의 꿈의 본질적인 부분이다”라고 하고 있다. 한편, 1968년, 미국의 린든 존슨 대통령(President Lyndon Johnson)은 “주택의 소유는 소중한 꿈이고, 모든 미국인이 이루고자 하는 것이다”라고 하고 있다. See Julia Patterson Forrester, *Mortgaging the American Dream: A Critical Evaluation of the Federal Government's Promotion of Home Equity Financing*, 69 Tul. L. Rev. 373, 375 note 1 (1994).

2) 井村進哉, 現代アメリカの住宅金融システム, 東京: 東京大學出版會, 2002, 7面.

3) 1934년 미국의 연방하원의원 Sirovich는 “주택은 모든 사회의 토대이다”라고 하고 있다. See Julia Patterson Forrester, *op. cit.*, at 375 note 1 (1994).

4) 井村進哉, 前掲書, 7面.

## I. 序 論

일정한 금액의 자기 부담금(a down payment)을 지급하고, 나머지 차액을 지급하기 위해 부채에 의한 자금융통(debt financing)을 하게 된다. 부동산의 구입의 경우 부채에 의한 자금융통의 기본적인 원천이 모기지(mortgage)<sup>5)</sup>라고 할 수 있다.<sup>6)</sup>

모기지를 둘러싼 법률관계는 기본적으로 양 당사자관계이다. 부동산을 매수하거나 부동산에 담보를 설정하는 차주(borrower)를 모기지설정자(mortgagor)라고 한다. 이에 반해, 대출을 위한 자금을 모기지설정자에게 지급하는 대주(lender)를 모기지권자(mortgagee)라고 한다. 이러한 모기지관계에서 모기지설정자 혹은 모기지권자의 어느 한 당사자가 부동산에 대한 권원을 보유하고, 타방 당사자가 부동산에 관한 이익을 갖게 된다.<sup>7)</sup>

---

5) 미국법상 모기지(mortgage)란 광의로는 부동산담보권을 총칭하는 개념일 뿐만 아니라 부동산담보법은 주의 관할이기 때문에 그 법적 성질은 주에 따라 다르다고 할 수 있다. 또한, 미국에서 모기지는 담보목적재산의 종류에 따라 2종류로 나누어 논의되는데, 하나는 1-4세대의 주거를 목적으로 한 부동산인 주택을 목적재산으로 한 주택모기지(residential mortgage)이고, 다른 하나는 사무용 빌딩(office building) 및 임대맨션(mansion) 등과 같이 수익을 목적으로 한 부동산을 목적재산으로 한 상업용모기지(commercial mortgage)이다. 이하 본고에서는 주로 주택모기지를 논의의 대상으로 한다. 한편, 미국에서는 모기지의 설정을 받은 대금채권자채도 또한 모기지라고 부르는데, 이것은 모기지권자(mortgagee)가 모기지만을 피담보채권으로부터 독립하여 양도하는 것은 인정되지 않기 때문이다. 즉 우리법상으로는 채권인 주택대출채권과 물권인 저당권을 합친 권리를 의미한다고 할 수 있다. See BLACK'S LAW DICTIONARY, Seventh Edition, St. Paul, Minn., West Group, 1999, pp.1026~1027; 김재정·유병권, 주택저당증권(MBS)의 이해, 서울: 보성각, 2004, 23面 각주1; 青木則幸, “アメリカにおけるモ-ジ証券化の過程”, 早稻田法學會誌 第51卷, 2001, 45面 脚註3, 5. 모기지를 “住宅抵當債權” 혹은 “抵當權”으로 번역하는 경우도 있지만, 이하 본고에서는 논의의 편의상 모기지로 통칭하여 사용하도록 한다.

6) Edmund F. Fickel, Thomas P. Henderson, & Ross H. Johnson, REAL ESTATE PRINCIPLES AND PRACTICES, SIXTH EDITION, MACMILLAN PUBLISHING COMPANY, 1994, p.143.

7) 오늘날 미국에는 모기지법(mortgage law)에 관한 세 가지 이론이 있다. 첫째, 권원이론(title theory)이 있다. 권원이론은 영국의 보통법(English common law)에 그 뿌리를 두고 있다. 이 이론에 의하면, 법적 권원(legal title)은 모기지가 충족되거나 모기지실행(foreclosed)이 될 때까지는 모기지권자에게 있다. 따라서 모기지권자가 점유권(right to possession)을 갖는다. 이 이론은 주로 미국의 동부 주들(예: Alabama 주,

이러한 모기지는 주택구입자금모기지(purchase-money mortgage)와 비주택구입자금모기지(non-purchase-money mortgage)로 구분될 수 있다. 우선 주택구입자금모기지는 모기지설정자가 모기지가 설정된 주택을 매수하는데 필요한 자금을 모기지권자로부터 조달하는 경우에 발생한다. 예컨대, 모기지설정자가 대출기관(lending institution)으로부터 제공 받은 자금으로 주택을 매수하고, 대출기관에 대해 주택모기지를 설정하는 경우가 대표적이다. 이에 반해, 비주택구입자금모기지는 주택의 인수를 위한 대출을 받는 것이 아니라 차주가 이미 소유하고 있는 주택에 모기지를 설정하고 대출을 받는 경우를 말한다. 예컨대, 주택소유자가 자녀의 학자금을 마련하기 위해서 주택에 모기지를 설정하고 대출기관으로부터 대출을 받는 것을 말한다.<sup>8)</sup> 이하 본고에서는 주택구입자금모기지를 중심으로 논의를 하도록 한다.

한편, 상품 또는 서비스를 위한 시장이 존재하는 것처럼 모기지를 위한 시장이 존재하는데, 모기지시장(mortgage market)은 1차 모기지시장(primary mortgage market; 이하 “1차 시장”이라고 한다)과 2차 모기

---

Connecticut 주, Maine 주, Massachusetts 주, New Hampshire 주, Rhode Island 주, Tennessee 주, District of Columbia 주)이 따르고 있다. 둘째, 선취특권이론(lien theory)이 있다. 이 이론에 의하면 모기지권자는 권원을 보유하는 것이 아니라 단지 담보(security)만을 취득하게 된다. 따라서 모기지설정자는 유효한 모기지의 실행(foreclosure)이 있을 때까지는 점유권(right to possession)을 갖는다. 이 이론이 미국에서는 지배적인 이론인데, New York 주와 South Carolina주는 예외로 하고, 미시시피주 서쪽(west of the Mississippi)의 대다수 주들이 이 이론을 따르고 있다. 셋째, 중간이론(intermediate)이 있다. 이 이론은 권원이론과 선취특권이론의 절충적인 입장이라고 할 수 있다. 이 이론에 의하면, 적어도 채무불이행(default)이 있기 전까지는 모기지설정자에게 점유권이 있고, 채무불이행 이후에는 모기지권자에게 점유권이 인정되는 것이 일반적이다. 일부 동부의 주들, 예컨대 New Jersey 주, Maryland 주, Pennsylvania 주, Vermont 주가 이 이론을 따르고 있다. See Marianne M. Jennings, *Real Estate Law*, Seventh Edition, Thomson West, 2005, p.372; Grant S. Nelson & Dale A. Whitman, *REAL ESTATE FINANCE LAW*, Third Edition, St. Paul, Minnesota, West Publishing Co., 1994, p.10 & pp.127~135; 李珣徹, “美國 Mortgage의 法的構造에 관한 研究”, 牧園大學 論文集 第10輯, 1986, 268~274面.

8) Grant S. Nelson & Dale A. Whitman, *Ibid.*, pp.1~2.

## I. 序 論

지시장(secondary mortgage market; 이하 “2차 시장”이라고 한다)으로 구분되는 것이 일반적이다.

우선 1차 시장에서는 대주가 주로 예금을 흡수함으로써 확보한 재원을 갖고 차주에게 주택구입자금대출, 즉 모기지대출(mortgage loan)을 하는데, 이러한 모기지대출을 실행하는 금융기관을 1차 대주(primary lender)<sup>9)</sup>라고 부르고, 그들이 1차 시장을 운영한다.<sup>10)</sup> 그리고 이러한 거래를 1차 시장거래<sup>11)</sup>라고 부른다. 1차 시장거래에서 대주가 ① 모기지를 창출하는(originate) 업무, ② 모기지가 소멸할 때까지 모기지를 보유하고 현금흐름(cash flow)을 수취하는 업무, ③ 모기지를 소멸시키기 위해서 필요한 환수업무나 담보목적재산을 관리하는 업무(이하 “서비스업무”라고 한다)의 전부를 수행하게 된다.<sup>12)</sup> 둘째, 2차 시장은 1차 대주에 의해 창출된 모기지를 매도하거나 매입하는 시장으로 투자자, 대주, 또는 정부기관으로 구성된다.<sup>13)</sup> 이러한 2차 시장은 본질적으로

---

9) 예를 들면, 저축대부조합(savings and loan association; S&L), 상호저축은행(mutual savings bank), 상업은행(commercial banks), 생명보험회사(life insurance companies) 등이 있다. Edmund F. Ficek, Thomas P. Henderson, & Ross H. Johnson, op. cit., pp.151~158.

10) Ibid., p.144.

11) 1차 시장거래에서 주택모기지에 대한 보험 또는 보증을 제공하는 정부기관으로 연방주택청(Federal Housing Administration; FHA), 제대군인지원청(Veterans Administration; VA), 농민주택청(Farmers Home Administration; FmHA)이 있다. 민간 모기지 보험회사(private mortgage insurance companies)도 있는데, 1957년 위스콘신(Wisconsin) 주에서 면허가 부여된 모기지보증보험회사(Mortgage Guaranty Insurance Company)가 대표적이다. Grant S. Nelson & Dale A. Whitman, op. cit., pp.772~776.

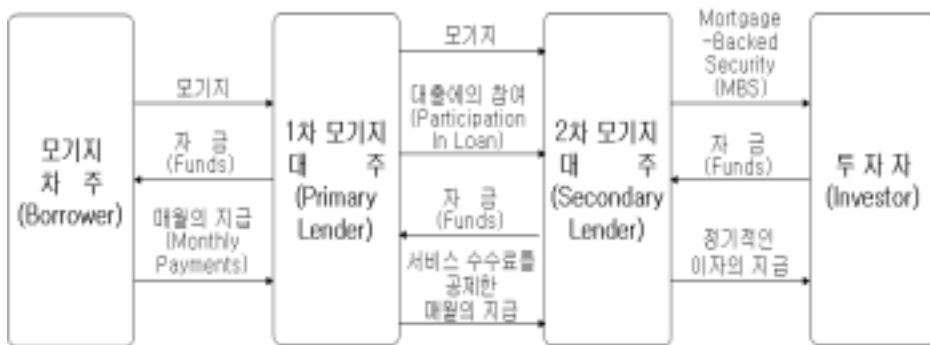
12) 青木則幸, 前掲論文, 3面.

13) 연방정부가 다양한 정부기관을 통해 2차 시장을 지원하고 있는데, 연방국민모기지협회(Federal National Mortgage Association; FNMA=“Fannie Mae”), 정부국민모기지협회(Government National Mortgage Association; GNMA=“Ginnie Mae”), 연방주택대출모기지공사(Federal Home Loan Mortgage Corporation; FHLMC=“Freddie Mac”)가 그 대표적인 기관이다. 2차 시장에서 활동하는 이러한 정부기관들은 1차 시장으로 자금이 원활하게 흘러들어 가도록 하는 기능을 수행하고 있으며, 그러한 기능을 통해 대주들이 주택 수요에 맞는 자금을 조달할 수 있는 충분한 대출자금을 확보할 수 있도록 한다. Edmund F. Ficek, Thomas P. Henderson, & Ross H. Johnson, op. cit., pp.163~167.

1차 시장에서 창출된 기존의 모기지를 전매하기 위한 시장이라고 할 수 있다. 2차 시장에서는 민간 투자자 혹은 정부기관이 1차 대주로부터 모기지를 구입하고자 한다. 이러한 모기지의 매매를 통해서 1차 대주는 모기지대출을 위한 추가적인 자금을 확보하게 된다.<sup>14)</sup> 이와 같이, 대주가 차주와의 사이에 모기지를 창출하고 투자자가 대주로부터 당해 모기지를 매입하여 일정기간 보유하며 그 현금흐름을 수취한 후에 다른 투자자에게 매각하는 거래가 있는데, 이것을 2차 시장거래라고 한다. 2차 시장거래에서 모기지의 창출업무와 서비스업무는 당해 모기지를 창출한 대주가 당해 모기지가 소멸할 때까지 계속하게 되고, 모기지의 보유와 그 현금흐름의 수취는 투자자가 하게 된다. 이러한 2차 시장거래의 주된 자금원은 투자자의 자금이라고 할 수 있다.<sup>15)</sup>

현재의 미국의 주택모기지시장을 이해의 편의를 위해 그림으로 표시하면 <그림 1>과 같은데, 미국에서 이러한 모습의 주택금융시스템을 구축하게 된 것은 오랜 모기지시장의 역사적 발전과정과 입법의 역사가 그 배경에 있다고 할 수 있다.

<그림 1> 주택모기지시장(mortgage market)의 기본 구조<sup>16)</sup>



14) Ibid., p.144 & 159.

15) 青木則幸, 前掲論文, 3~4面.

16) Edmund F. Ficek, Thomas P. Henderson, & Ross H. Johnson, op. cit., p.159.

## 1. 序 論

이하 본고에서는 미국의 주택모기지시장의 발전과정과 주택모기지 시장에 관한 입법의 역사를 연구하고 검토하고자 한다. 이 연구를 통해 주로 미국의 연방정부가 미국인의 주택소유를 지원하기 위해 구축한 공적 주택금융시스템에 대한 전체상을 이해하고 파악하고자 한다.

## 2. 研究方法 및 範圍

미국의 연방정부가 확립한 주택금융시스템은 오랜 역사적 과정의 산물이다. 그것은 또한 미국의 주택금융관련법제의 변천의 역사라고 할 수 있을 것이다. 따라서 본 연구를 위해서는 법제사적인 관점과 법사회학적 관점에서의 연구와 검토가 필요하다고 할 수 있다. 이를 위해서 주로 문헌적 자료의 수집과 그 자료에 대한 검토와 분석을 하고, 이를 통해서 본 연구를 수행하고자 한다.

본고에서는 미국의 주택금융시스템의 발전과정을 시대구분을 통해 분석하도록 한다. 그래서 다음과 같이 첫째, 주택모기지제도의 기원, 둘째 1930년대 대공황 전후의 주택모기지시장, 셋째 제2차 세계대전 이후 1970년대까지의 경제성장기에서의 주택금융시스템, 넷째 1970년대부터 1980년대까지의 금융긴축기의 주택금융시스템, 다섯 째 1980년대 금융위기극복기의 주택금융시스템, 여섯 째 현재까지 유지되고 있는 1990년 이후의 주택금융시스템으로 나누어 검토하도록 한다. 본 연구가 법제사적인 관점과 법사회학적 관점에서 연구를 하는 관계로 주택금융시스템과 관련된 개별적인 관례의 분석이나 주택모기지에 관한 법이론적 내지 비교법적인 관점에서의 연구는 논외로 한다.



## II. 住宅金融시스템의 起源과 原形

### 1. 住宅金融專門金融機關의 誕生

#### 1.1. 序說

미국의 모기지제도는 연방법이 아니라 주법에 규정되었는데, 미국의 초창기에는 영국의 보통법으로부터 권원이론이 이식되어 미국적 모기지법의 기초가 구축되었다. 그러나 독립전쟁이후에는 일부 주에서 보다 근대적인 선취특권이론으로 전환이 되기 시작하여 차츰 다른 주에 까지 파급되기에 이르렀다.

이러한 모기지법의 구조 자체는 독립전쟁(1775-1783) 이후의 미국대륙의 서진운동의 과정에서 토지구입자금을 유럽으로부터 조달할 목적으로 설립된 토지개발은행(land development banks)에 의해 활발하게 이용되었다. 그러나 이러한 토지취득목적의 대부분이 투기적인 성격의 것이었기 때문에 초기에 설립된 대부분의 토지개발은행은 도산하고 말았다. 이러한 의미에서 남북전쟁 이전의 부동산금융은 조직화된 형태로는 거의 존재하지 않았다고 할 수 있다. 실제 남북전쟁까지의 인구의 분포를 보면 주로 가족을 중심으로 승계되는 소규모농장에 집중되어 있었기 때문에 드물게 행하여진 신규의 토지구입자금이나 종자구입자금의 조달을 제외하면 모기지대출에 대한 수요는 거의 존재하지 않았다고 할 수 있다.<sup>17)</sup>

#### 1.2. 모기지會社(Mortgage Company)

규칙적인 모기지대출은 남북전쟁(1861-1865) 이후의 새로운 서진운동의 과정에서 중서부의 농촌을 중심으로 농업모기지대출의 형태로

---

17) 井村進哉, 前掲書, 26~27面.

## II. 住宅金融시스템의 起源과 原型

보급되기 시작하였다. 그 주된 담당자는 모기지회사라고 불리는 업자였다. 모기지회사는 모기지를 창출하여, 이것을 생명보험회사나 기타 부유한 개인에게 전매하는 업자였다. 모기지회사에 의한 대출업무는 농장구입자금의 조달을 목적으로 일반적인 대출한도액을 40%(발전한 지역의 경우 예외적으로 50%), 대출기간은 5년 이하, 이자지급은 연2회, 원본을 만기에 변제한다고 하는 것이었다.<sup>18)</sup>

이와 같은 모기지회사는 그 후 중서부에서 농업모기지대출업무를 궤도에 올리고 나서 1870년대부터 1900년대까지에 걸쳐 도시 또는 도시근교를 중심으로 단일가족을 대상으로 한 주택용모기지대출업무를 개시하였고, 농업용모기지와 같이 생명보험회사나 부유한 개인에게 이러한 대출채권을 매각하는 업무를 발전시켰다. 이러한 주택용모기지는 초기에는 업무량으로는 사소한 부분에 불과하였지만, 점차 모기지회사의 중심업무로 발전하게 되었다. 그 결과 제1차 세계대전 무렵에는 업계의 단체명칭도 농장모기지뱅크협회(Farm Mortgage Bankers Association)에서 모기지뱅크협회(Mortgage Bankers Association)로 바뀌게 되었다.<sup>19)</sup>

그러나 모기지회사는 그 자체로서는 자금의 공급주체가 아니라 모기지를 창출하고, 이것을 생명보험회사나 기타 금융기관에 전매한다고 하는 독자적인 금융중개기능의 역할을 하고 있었다. 따라서 모기지회사가 안정적인 장기자금을 공급할 수 있는 금융기관에 대출채권을 전매하는 것을 전제로 한 중개금융기관에 불과하였다고 할 수 있다. 그래서 모기지자금의 실질적인 공급주체로서의 주택금융의 담당자가 문체가 되기에 이르렀다.<sup>20)</sup>

---

18) 上掲書, 27面.

19) 上掲書, 27~28面.

20) 上掲書, 28面.

### 1.3. 貯蓄貸付組合(savings and loan association)

상업은행(commercial banks)은 부동산업무, 특히 주택금융업무에 대한 지향이 그다지 강하지 않았고, 나아가 부동산관련업무에 대한 엄격한 제약을 받고 있었다.<sup>21)</sup> 이러한 상황에서 주택금융에서의 저축과 투자를 결부시키는 중개업무는 저축대부조합이 담당하게 되기에 이르렀다.

저축대부조합은 지역사회(community) 구성원의 저축성 자금을 재원으로 주택자금을 대출하는 조합조직으로서 19세기 전반에 영국으로부터 이식되었다. 그 최초의 저축대부조합은 1831년 조직된 필라델피아의 옥스퍼드 프라비던트 건축조합(the Oxford Provident Building Association of Philadelphia County)이다. 이것은 1781년 이후 영국에 보급되기 시작한 건축조합을 모방한 것이었다.<sup>22)</sup>

저축대부조합은 지역사회 구성원의 주택건설자금을 지분출자(share)의 형태로 적립하여 순차적으로 출자자에게 대출하는 업무를 담당하였고, 협동조합형태의 상호부조조직으로서 출발하였다. 그 후, 저축대부조합은 저축의 수입대상과 대출대상을 차츰 확대하여, 1920년대에는 항구적인 예금금융기관으로 발전하였다. 그러나 그 예금은 제2차 세계대전 이후에도 출자지분으로 불렸고, 자산의 8할 전후를 주택모기지로서 운용하는 전형적인 주택금융기관으로 발전하였다.<sup>23)</sup>

### 1.4. 相互貯蓄銀行(mutual savings bank)

상호저축은행은 지역의 근로자, 서민의 저축장려기관으로서 설

21) 상업은행은 상공업대출이 중심업무였으며, 기업의 단기예금을 수입하여 이것을 대출의 재원으로 하고 있었다. 상업은행은 1864년 성립된 국법은행법의 업무규제를 받았고, 동법 하에서 상업은행은 요구불예금의 제공을 통해 지급결제기구의 중심적 위치를 차지하고 있었기 때문에 일반적으로 리스크가 큰 부동산관련업무에 대해서는 엄격한 규제를 받고 있었다. 上揭書, 28面.

22) 上揭書, 29面.

23) 上揭書, 30面.

## II. 住宅金融시스템의 起源과 原型

립되었으며, 서민을 위한 주택금융기관으로 발전하였다. 상호저축은행도 저축대부조합과 같이 영국의 저축은행을 모방하여 19세기 전반에 이식되었다. 최초의 상호저축은행은 1826년 12월에 설립된 필라델피아저축기금협회(Philadelphia Savings Fund Society)였다. 그런데 필라델피아저축기금협회는 정식면허가 없고, 법인격도 없는 자발적 조직에 불과하였다. 법인격이 있는 저축은행으로는 필라델피아저축기금협회의 설립직후에 설립된 보스턴에서의 저축을 위한 검약기관(Provident Institution for Savings in Boston)이 그 최초의 것이다. 이러한 저축은행은 특히 미국의 동부, 뉴잉글랜드(New England)지역을 중심으로 발전하였다.<sup>24)</sup>

상호저축은행은 오랫동안 그 자산운용의 중심을 미합중국채와 주·지방채에 두고 있었는데, 제2차 세계대전 이후에는 점차 본격적인 주택금융전문기관으로 발전하여 갔다.<sup>25)</sup>

### 2. 住宅金融專門機關으로서의 貯蓄金融機關의 發展

미국의 주택금융은 주로 저축대부조합과 같은 저축금융기관이 담당하여 왔다. 특히 저축대부조합은 1880년대 말에는 전미에 보급되었다. 1893년의 노동성(Bureau of Labor)의 조사에 의하면 5,600개 조합, 135만명의 조합원이 가입하였고, 총자산은 상업은행의 10분의 1정도였음에도 불구하고, 4억 7,500만 달러에 달하였다.

한편, 상호저축은행은 1890년에 미국의 동부, 뉴잉글랜드지역을 중심으로 921개가 있었으며, 자산액은 17억 달러로 상업은행의 4할 정도에 해당하였다.<sup>26)</sup>

---

24) 上揭書, 30面.

25) 上揭書, 31面.

26) 上揭書, 33面.

저축금융기관은 처음에는 지역사회 내부에서 자생적으로 설립된 법인격이 없는 것이었으며, 공적기관에 의한 감독도 존재하지 않았다. 그러나 1875년에는 뉴욕 주가 주 은행국(State Banking Department)에 업무상황과 재산상태에 관한 연차보고를 저축대부조합에 대해 요구하도록 의무화하였고, 1892년에는 은행감독국(Superintendent of Bank)의 저축대부조합에 대한 연차검사가 의무화되었다. 이러한 움직임은 각 주로 확대되어, 1890년까지 메인 주, 미시간 주, 미네소타 주, 위스콘신 주 등이 저축대부조합에 대한 감독을 규정한 법률을 제정하였으며, 1900년에 이르러서는 전미의 과반수의 주에, 그리고 1930년에는 48개 주에 관련 입법이 성립되기에 이르렀다.<sup>27)</sup>

1930년 무렵에는 저축대부조합의 규모가 1만 1,777개 조합, 총자산 88억 3,000만 달러 정도로 성장하였으며, 저축대부조합의 가입자의 수는 약 125만 5,000명에 이를 정도였다.<sup>28)</sup>

이와 같이 미국의 주택금융기관은 지역사회의 저축성 자금을 흡수하여, 이것을 동일한 지역사회의 주택대출에 운용한다고 하는 지역사회 금융(community banking)의 중심적 담당자로 발전하여 왔다고 평가할 수 있을 것이다.<sup>29)</sup>

---

27) 上掲書, 33~34面; 1933년 연방면허제도가 저축대부조합에 도입될 때까지, 저축대부조합과 상호저축은행은 모두 주 면허였다. 上掲書, 36面.

28) 上掲書, 34~35面.

29) 上掲書, 35面.

### Ⅲ. 大恐慌 前後의 住宅金融시스템

#### 1. 大恐慌 以前の 住宅모기지市場

대공황 이후의 부동산 금융시스템(real estate finance)은 대공황 이전의 부동산금융시스템과 상당한 차이가 있다. 대공황 이전의 부동산금융시스템에서는 대다수의 모기지대주가 다음과 같은 여러 가지 이유로 모기지대출에 있어서 높은 이익을 필요로 했다. 그 이유는 첫째, 부동산 호황에 이은 파산으로부터 보호가 필요했기 때문이다. 둘째, 대출원금의 변제에는 관심이 없고 신속하게 주택을 매도함으로써 이익을 추구하고자 하는 투기적인 주택소유자로부터 보호가 필요했기 때문이다. 셋째, 20세기 초 미국의 도시 지역의 성장에 기인한 광범한 부동산 가격의 변동으로부터 보호가 필요했기 때문이다.<sup>30)</sup>

특히 제1순위 모기지에 대한 높은 이익을 확보함으로써 모기지대주는 차주의 지급능력, 차주가 주택에 대해 갖는 담보가치(equity), 부동산에 대한 기타의 선취특권, 부동산의 위치 등과 같은 위험 요인들에 대해 주의를 기울이지 않았다. 수많은 부동산 감정인(appraisers)이 달리는 자동차의 발판에서(from the running board of an automobile) 주택의 가격을 결정했다는 사실은 부동산금융시스템의 문제들을 더욱 악화시켰다. 그와 같이 대단히 주관적이고 부적절한 부동산의 감정평가를 눈대중평가방식(look, spit, and guess method)이라는 용어로 지칭하였다. 이러한 부동산 감정평가가 주택용 부동산의 투기적 성질을 더욱 부추기는 결과를 초래하였다.<sup>31)</sup>

---

30) Fred Wright, The Effect of New Deal Real Estate Residential Finance and Foreclosure Policies Made in Response to the Real Estate Conditions of the Great Depression, 57 Ala. L. Rev. 231, 232 (2005).

31) Ibid., at 232.

### III. 大恐慌 前後의 住宅金融시스템

이 시기에는 일반적으로 두 부류의 주택 구입자가 있었다. 첫 번째 부류는 주택구입가격의 전액을 현금으로 지급하거나 주택구입가격의 적어도 30%에 상당하는 금액을 현금으로 지급하는 것이 일반적이었다. 그러나 두 번째 부류는 주택의 소유를 투기적 이익추구사업으로 보았다.<sup>32)</sup>

일반적으로 이 시기의 모기지는 5년에서 10년 동안의 단기간이었다. 예컨대 1920년부터 1933년까지의 기간에 도시지역의 모기지는 평균 7년이었다. 모기지가 통상적으로 분할 상환되지 않았기 때문에 모기지의 기간 만료시점에 차주가 대출금의 원금을 지급하지 못하는 경우가 종종 있었다. 모기지의 기간 만료시점에 차주는 두 가지 선택권을 갖고 있는 것이 일반적이었는데, 그 하나는 대출원금의 전액을 일괄 지급하는 것이었고, 다른 하나는 부채를 채용자하는 것이었다.<sup>33)</sup>

대부분의 주택소유자는 대출원금을 변제하고, 주택의 절대적 소유권 (fee simple absolute)을 취득하려고 하기 보다는 오히려 최대의 모기지 대출을 받은 후, 가능한 한 자기 부담금을 최소화하고, 대출금의 이자만을 지급하고자 하였다. 주택소유자는 단기간 동안 모기지를 설정하였다가 모기지의 만료시점에 이익을 얻고 주택을 매도하기를 희망하였다. 모기지대주는 이러한 행태를 조장하였고, 계속해서 최소한의 주택구입자금을 제안하였으며, 착취적인 이율로(at exploitative rates) 제2순위 모기지를 설정하도록 하였다. 부동산금융의 사정이 좋으면, 투기적 차주는 쉽게 채용자를 받고, 주택을 유리하게 매도할 수 있다. 그러나 부동산금융의 사정이 좋지 않으면, 차주는 채용자를 받을 수 없고, 모기지의 실행절차가 강제되었다. 모기지의 실행절차는 시간과 비용이 많이 소요되는 절차였기 때문에 모기지의 실행으로 귀결될 수 있는 광범한 부동산 투기의 관행은 대주의 위험을 증가시키고, 대주와 차주에 대한 비용의 증가를 초래하였다.<sup>34)</sup>

---

32) Ibid., at 233.

33) Ibid., at 233.

34) Ibid., at 234.

대다수의 모기지대주는 단기간의 분할 상환되지 않은 모기지만을 제공하였는데, 일부 주는 모기지대주가 부동산의 평가가액의 50%이상을 반영하는 모기지를 설정받는 것을 금지하였다. 1920년부터 1934년 사이에 도시지역의 모기지의 평균 자산대비대출비율(*loan-to-value rate*; 이하 “LTV비율”이라고 한다)은 50%에서 55%사이가 일반적이었다.<sup>35)</sup> 즉 모기지대주는 낮은 LTV비율을 요구함으로써 위험을 덜 인수하려고 하였던 것이다. 이러한 제한 때문에 대다수의 주택소유자는 주택구입을 위한 충분한 자금을 융통하기 위하여 제2순위 모기지를 설정하고자 하였다. 나아가 이러한 제한은 수많은 제2순위 모기지대주들이 주택 구입자에게 법외(*outside the law*)의 고리의 이율(*usurious rates*)을 부과할 수 있게 하는 환경을 만들었다. 예컨대, 제2순위 모기지의 실제 이율은 30%이상일 수도 있었다. 1920년부터 1933년까지의 기간에 도시 부동산에 대한 제1순위 모기지에 대한 이율이 평균 6%에서 6.5%사이였음을 고려할 때, 제2순위 모기지대주들이 멸시를 받은 이유를 이해하는 것은 어렵지 않았다.<sup>36)</sup>

한편, 충분한 여유 현금을 보유하고 있지 않은 사람들과 부동산에 투자를 하고자 하지 않는 사람들에게 부동산 금융시스템은 접근이 용이하지 않았다는 것은 주지의 사실이다. 경제사정에 의존하는 것만으로는 수많은 차주들이 모기지대출에 대한 변제를 할 수가 없었고, 따라서 채무불이행에 빠지지 않을 수 없었다.<sup>37)</sup>

모기지대출기준(*mortgage lending standards*)의 부재는 부동산금융시스템의 문제를 더욱 악화시켰다. 수많은 대주들이 있었지만, 통일성이나 수용할만한 지침이 없이 운영되었다. 이처럼 대주들이 제한적인 감독 아래 운영되었고, 부동산금융의 비용을 높게 함으로써 높은 이익을

---

35) *Ibid.*, at 234.

36) *Ibid.*, at 235.

37) *Ibid.*, at 236.



### Ⅲ. 大恐慌 前後의 住宅金融시스템

유지하였다. 또한, 모기지대출기준의 부재로 인해 실질적인 제2차 시장이 형성되지 않았고, 부동산의 자금이 다른 지역으로 쉽게 흐를 수 없었다. 더욱이 모기지대출기준의 부재는 이율이 지역에 따라 크게 다르도록 하는 결과를 초래하였다. 예컨대 1931년의 시점에 주택대출의 이율은 지역에 따라 5.9%에서 10%까지 차이가 났다.<sup>38)</sup>

요컨대 대공황이전의 부동산금융시스템은 주택을 구입하기 위해 큰 금액의 현금을 필요로 하거나 부동산에 투자를 하도록 요구하였다고 할 수 있다. 따라서 수많은 사람들이 주택을 임차하는 것을 선택하였다는 사실은 놀랄만한 일이 아니었다. 1890년부터 1920년까지의 기간에 전국의 연간 주택소유비율은 도시이외의 지역과 농장지역은 50% 이하였다. 한편, 1930년 미국의 13개 대도시에서 평균 주택소유비율은 37%에 불과하였다.<sup>39)</sup> 그러나 미국인 3명 중 1명만이 자신의 주택을 소유했던 상황은 크게 변하게 되었다. 즉 뉴딜개혁조치이후의 40년 동안의 주택건설의 증가와 부동산금융시스템의 개혁을 통해 미국인의 주택소유비율은 100% 증가하게 되었다.<sup>40)</sup>

## 2. 大恐慌時의 住宅모기지市場

1929년에 발발한 대공황은 1930년대의 대불황을 초래한 계기가 되었다. 실질국민총생산은 1929년부터 1933년에 걸쳐 30%까지 급락하였는데, 특히 민간투자는 1929년을 100이라는 지수로 놓았을 때, 1933년에는 1.2가 되어 거의 괴멸적 수준으로 격감하였다. 또한, 실업자는 1,300만 명에 달했고, 수백만 명이 파트타임 등의 불완전 고용상태에 있었다.<sup>41)</sup>

---

38) Ibid., at 236~237.

39) Ibid., at 237.

40) Ibid., at 238.

41) 井村進哉, 前掲書, 37面.

이러한 경기후퇴는 주택금융시장에도 파급되어 주택모기지시장과 그 담당자인 저축금융기관업계에도 엄청난 타격을 주었다. 주택부문에 직접 영향을 미친 개인의 소득을 보면 1929년부터 1933년까지 30% 하락하였다. 또한, 주택산업 및 주택금융부문이 경제전체에서 차지하는 비중이 높았기 때문에 실업자의 3분의 1이 주택산업으로부터 퇴출된 노동자였다. 그 결과, 주택건설의 부진, 주택모기지의 채무불이행, 주택금융기관의 자금부족에 기한 차환의 곤란, 나아가서는 주택금융기관의 경영파탄을 초래하기에 이르렀다.<sup>42)</sup>

특히 대규모의 실업은 모기지채무를 이행할 수 있는 개인의 지급능력을 감소시켜서 모기지의 실행의 수를 급속하게 증가시키는 결과를 초래하였다.<sup>43)</sup> 나아가 부실채권(defaulting loans)의 급격한 증가는 대주의 예금을 크게 위축시켰다. 그 결과 대주들은 그 채무를 충족시키기 위해서 보유 부동산을 처분하거나 모기지의 실행을 하지 않을 수 없었다. 이어서 모기지의 실행의 급속한 증가에 수반된 세금의 불충분한 지급으로 인한 부동산의 대량의 매도는 더욱 더 부동산 가격을 떨어뜨렸고, 불가피하게 모기지 대출의 비용과 위험을 증가시켰다. 그래서 대다수의 모기지대주들은 모기지가 실행된 주택이 과잉공급된 상태에서 시장가격이하로 주택을 매도하려고 하기 보다는 오히려 모기지가 실행된 자산을 보유하지 않을 수 없었다. 이로 인해 모기지대주들은 모기지대출을 하는 것을 점차 꺼려하게 되었다.<sup>44)</sup>

더욱이 주택모기지의 차주가 가령 실업이라는 사태에 빠지지 않았다고 해도 5년 만기의 모기지가 도래한 시점에서 대주가 유동성 위기에 빠져 대출자금이 없기 때문에 차환할 수 없다고 하는 이유로 모기

42) 上掲書, 37面.

43) 주택모기지의 실행의 건수는 1926년의 경우 전미에서 68,000건에 불과했던 것이 1933년에는 252,000건으로 치솟았다. 대공황 후의 불황기에는 총 200만 건의 모기지의 실행이 있었는데, 이것은 당시의 모기지잔고의 2-3할에 이를 정도였다. 青木則幸, 前掲論文, 5面.

44) Fred Wright, op. cit., at 239.

### Ⅲ. 大恐慌 前後의 住宅金融시스템

지의 실행을 하지 않을 수 없는 사태가 발생하였다.<sup>45)</sup> 이와 같이 수백만명의 주택소유자들이 모기지의 실행에 의해 주택을 상실할 위험에 직면했을 뿐만 아니라 모기지의 실행에 의한 매도의 경우에 부동산 가격의 하락의 결과로 주택소유자들이 주택에 갖고 있던 담보가치도 또한 상실할 위험에 직면하게 되었다. 이로 인해 좌절하고 낙담한 일부 시민들은 모기지의 실행에 의한 매도업무를 수행하고자 하는 집행관(sheriffs)에 대해 린치를 가하기 위한 단체(lynching parties)를 결성하기까지 하기에 이르렀다.<sup>46)</sup>

한편, 경영과탄에 빠진 저축대부조합은 수백 여개에 달하고 있었기 때문에 그 처리에 실패한다면, 이미 파괴적인 타격을 받고 있던 상업은행을 포함한 예금금융기관의 모든 기능이 정지하여, 시장붕괴에 빠질 위기에 처해 있었다.<sup>47)</sup>

## 3. 뉴딜(New Deal)住宅金融시스템의 改革

### 3.1. 住宅金融改革立法의 概要

#### 3.1.1. 1932년의 聯邦住宅貸付銀行法

경영난에 빠져 있던 기존의 주택모기지대주에 대해 자금을 공급하기 위한 입법이 이루어졌다. 즉 주택모기지시장의 주된 대주인 저축금융기관을 대상으로 연방주택대부은행제도(Federal Home Loan Bank System; 이하 “FHLB제도”라 한다)와 주택대부은행이사회(Home Loan Bank Board)를 확립한 연방주택대부은행법(Federal Home Loan Bank Act; 이하 “1932년 법”이라고 한다)이 제정되었다.<sup>48)</sup>

---

45) 井村進哉, 前掲書, 38面.

46) Fred Wright, op. cit., at 239~240.

47) 井村進哉, 前掲書, 38面.

48) 青木則幸, 前掲論文, 5~6面.

### 3.1.2. 1933년의 住宅所有者貸付法

주택모기지채무의 이자지급이나 차환을 하는 것이 곤란한 주택소유자에게 직접적으로 대출을 하기 위해 주택소유자대부법(Home Owners' Loan Act of 1933; 이하 “1933년 법”이라고 한다)이 제정되었다. 동법에 기해 주택소유자대부공사(Home Owners' Loan Corporation; 이하 “HOLC”라 한다)가 설립되었다.<sup>49)</sup>

또한, 1933년 법은 저축금융기관에 대한 연방면허제도를 도입하였다. 그리고 연방주택대부은행이사회(Federal Home Loan Bank Board; 이하 “FHLBB”라고 한다)의 전신인 주택대부은행이사회<sup>50)</sup>에 연방면허의 저축금융기관에 대한 감독 및 규제권한을 부여하였다.<sup>51)</sup>

### 3.1.3. 1934년의 全國住宅法

1934년 제정된 전국주택법(National Housing Act; 이하 “1934년 법”이라고 한다)은 연방주택청(Federal Housing Administration; 이하 “FHA”라고 한다)을 설립하여 주택모기지의 보험제도를 창설함과 동시에 주택모기지를 재융자(refinance)하는 기관으로서 연방국민모기지협회(Federal National Mortgage Association: 실제로는 1938년 설립되었다)의 설립을 규정하였다.<sup>52)</sup>

---

49) 上掲論文, 6面.

50) 주택대부은행이사회(Home Loan Bank Board)의 명칭은 1955년에 연방주택대부은행이사회(FHLBB)로 전환되었다. 12 U.S.C § 1437(b). 한편, 연방주택대부은행이사회(FHLBB)는 연방면허의 저축금융기관, 지역의 연방주택대부은행(Federal Home Loan Banks), 및 연방저축대부보험공사(FSLIC)를 감독하게 된다. See Barry Stuart Zisman, BANKS AND THRIFTS: GOVERNMENT ENFORCEMENT AND RECEIVERSHIP, LexisNexis, 2004, at 1-12 ~ 1-13.

51) 井村進哉, 前掲書, 42~43面.

52) 青木則幸, 前掲論文, 5面.

### Ⅲ. 大恐慌 前後의 住宅金融시스템

또한, 1934년 법은 상업은행의 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation; FDIC)처럼 저축금융기관이 가입하는 연방저축대부 보험공사(Federal Savings & Loan Insurance Corporation; FSLIC)를 창설하였다.<sup>53)</sup>

## 3.2. 住宅金融改革措置의 內容

### 3.2.1. FHLB制度的 創設

대공황에 대처하기 위해서 1931년 후버(President Herbert Hoover)행정부는 우선 기업금융, 그 중에서도 당시 증권시장의 과반을 점하고 있던 철도증권의 보호를 목적으로 전국신용공사(National Credit Corporation)를 설립하고, 이어서 1932년에는 은행시스템(banking system)의 신뢰를 회복하고 유동성을 공급할 목적으로 부흥금융공사(Reconstruction Finance Corporation; 이하 “RFC”라고 한다)<sup>54)</sup>를 설립하였다. 나아가 연방준비제도의 할인적격조건의 완화조치 등 1933년 이후 본격적으로 전개될 뉴딜정책의 전제가 되는 일련의 긴급정책에 착수하였다.<sup>55)</sup>

주택산업 및 주택금융제도에 대해서는 1931년 가을, 후버 대통령이 소집한 『주택건설 및 주택소유에 관한 대통령협의회』의 조사보고서가 제출되어 주택금융에 관한 최초의 구체원조정책을 준비하게 되었다. 그리고 이것이 최초의 구체원조제도인 FHLB제도의 시초가 되어 RFC의 긴급융자조치와 함께 구체화되어 갔다.<sup>56)</sup>

---

53) 井村進哉, 前掲書, 43~44面.

54) RFC는 1932년 후버행정부에 의하여 설립이 인가된 독립한 정부기관이었다, RFC에 의한 대출은 1953년에 종료되었고, RFC의 운영은 1957년에 종료되었다. See James Butkiewicz, “Reconstruction Finance Corporation”, EH.Net Encyclopedia, edited by Robert Whaples, July 2002, URL. <http://eh.net/encyclopedia/article/butkiewicz.finance.corp.reconstruction> (2007.4.8 검색).

55) 井村進哉, 前掲書, 38面.

56) 上掲書, 38~40面.

1932년 7월에 성립한 FHLB제도란 상업은행이 그 적격담보에 기해 유동성의 공급을 받는 연방준비제도처럼 저축대부조합을 중심으로 한 주택금융기관에 대해서도 그 보유자산인 주택모기지를 담보로 한 용자를 실시하는 할인제도(discount system)를 창설한 것이었다.

당시의 주택모기지시장을 지탱하기 위한 신용공여의 편의의 필요성에 대해서는 두 가지의 측면에서의 지적이 있었다. 첫째는 저축성 자금의 유입이 완만한 시기에 신규의 주택모기지를 창출하는 자금의 조달문제였다. 둘째는 주택모기지의 원리금의 변제와 일치하지 않는 형태로 저축성 자금의 유출이 발생한 경우의 자금조달의 문제였다. 이러한 저축금융기관의 자금은 전통적으로 상업은행으로부터의 차입에 의해 조달되었다. 그러나 대공황기에서는 상업은행 자체의 자금유출 및 유동성의 위기가 심각한 상태에 있었기 때문에 그러한 자금을 기대하기는 불가능하였다. 오히려 저축대부조합은 상업은행으로부터의 자금회수의 압박을 받는 처지에 놓이게 되었던 것이다.<sup>57)</sup>

FHLB제도는 1932년 7월, 재무성으로부터 1억 2,500만 달러의 출자금을 기초로 출발하여 전국 12개 지역에 연방주택대부은행(Federal Home Loan Banks)을 설립하였다. 그리고 연방주택대부은행은 저축대부조합이나 상호저축은행, 및 생명보험회사를 대상으로 주택모기지를 담보로 한 유동성 자금의 공급을 개시하였다.<sup>58)</sup>

연방주택대부은행의 저축금융기관에 대한 용자는 전통적인 재무건전성을 중시하여 운영되었기 때문에 금융위기가 경미한 영역에 집중되는 경향이 있었다. 이러한 사실은 연방주택대부은행의 용자가 어디까지나 충분한 담보를 전제로 한 시장금리대출이라는 시장기초(base)의 운영을 목표로 한 것이었음을 반영하는 것이다. 이렇게 해서 연방주택대부은행은 이하의 <표 1>에서 보는 바와 같이 1932년부터 1936

57) 上掲書, 40面.

58) 上掲書, 41面.

Ⅲ. 大恐慌 前後의 住宅金融시스템

년까지의 5년간 2억 8,190만 달러에 이르는 용자를 하였다. 이러한 금액은 200억 달러를 넘는 주택모기지 잔고의 1%정도에 불과한 것이었지만, 긴급시에서의 유동성 공급기관으로서의 중요한 역할을 수행하였다고 할 수 있을 것이다.<sup>59)</sup>

<표 1> 연방정부의 민간주택에 대한 신용원조: 1932~1950년<sup>60)</sup>

(단위 : 100만 달러)

機 關 名	業 務 開始年	1932-36	1937-41	1942-46	1947-50
直接貸出					
Federal Home Loan Banks	1932	281.9	591.7	1,102.6	1,641.1
Home Owners' Loan Corporation	1933	3,106.9	596.8	176.4	7.1
RFC Mortgage Company	1935	39.6	163.7	152.4	139.8
Federal National Mortgage Association	1938		246.6	25.0	1,914.5
Veterans Administration	1950				6.1
Housing and Home Finance Agency	1950				1.6
合 計		3,428.4	1,598.8	1,456.4	3,710.2
保 證					
Federal Housing Administration	1934	907.5	4,355.6	4,448.1	13,632.8
Veterans Administration	1944			1,165.6	4,873.7
合 計		907.5	4,355.6	5,613.7	18,506.5

(비고) HOLC의 대출권한은 1950년, RFC Mortgage Company의 대출권한은 1948년에 종료함.

59) 上揭書, 48面.

60) 上揭書, 49面.

### 3.2.2. HOLC의 設立

#### 3.2.2.1. HOLC의 設立의 背景

1933년, 프랭클린 루즈벨트 대통령(President Franklin D. Roosevelt)은 대공황이라는 파괴적인 경제사정의 희생자로 전락하거나 전락할 위험에 처해있고, 나아가 모기지의 실행으로 주택을 상실하거나 상실할 위험에 처해있던 당시의 수많은 주택소유자들을 위한 구제조치를 모색하였다. 1세대 가족(single family)에 대한 주택모기지를 미국의 금융시스템의 중추(backbone)라고 생각했던 루즈벨트 대통령에게 있어서 그러한 구제조치는 대단히 중요한 의미를 갖는 것이었다. 그러한 구제조치를 제공하는 프로그램(program)의 확립에 있어서 대통령의 주된 목표는 다음과 같은 것이었다. 첫째, 모기지의 실행으로부터 소규모 주택소유자를 보호하는 것이었다. 둘째, 주택소유자들의 과도한 이자 및 원금의 지급부담을 경감시켜 주는 것이었다. 셋째, 주택의 소유권(home ownership)을 보호하는 것이 정부의 정책(national policy)임을 선언하는 것이었다. 이러한 배경 하에 1933년 법상의 HOLC가 설립되었다.<sup>61)</sup>

#### 3.2.2.2. HOLC의 業務

HOLC의 프로그램은 우선 주택소유자에게 구제책을 제공하는 것이었다. 다음으로 연방정부에 의해 보증된 HOLC채권과 채무불이행된 주택모기지를 상호교환함으로써 모기지대주에게 보증을 제공하는 것이다. 이를 통해 HOLC는 주택소유자가 대출금 채무를 이행할 때, 주택소유자를 지원하기 위해서 보다 저렴한 이율로 주택소유자의 모기지 부채를 재융자(refinance)할 수 있었다.<sup>62)</sup>

61) Fred Wright, op. cit., at 242.

62) Ibid., at 242.



### Ⅲ. 大恐慌 前後의 住宅金融시스템

또한, 직접적인 현금대출도 이용되었다. 즉 모기지의 실행에 의해 이미 상실한 주택을 회복하거나 모기지의 실행을 방지하기 위한 세금을 납부할 목적으로 현금대출이 이용되었다. 더욱이 기존의 채용자 대출에 대해서도 HOLC는 경제가 회복될 때까지 지원을 제공하기 위해 3년 동안 주택소유자의 이자지급을 연기하는 것에 동의할 수 있었고, 그렇게 함으로써 기존의 채용자를 받은 주택소유자가 대출에 대해 다시 채무불이행에 빠지는 것을 방지하였다.<sup>63)</sup>

#### 3.2.2.3. HOLC의 住宅所有者 支援의 資格

HOLC의 정관(charter)은 무제한의 대출을 하는 것을 허용하지 않았다. 따라서 HOLC는 채무불이행된 모기지를 보유한 모든 주택소유자에 대해 대출을 할 권한은 없었다. HOLC는 4인 가구이상이 거주하는 주택용 부동산 또는 20,000달러 이상의 가치가 있는 주택용 부동산에 대해 대출을 하는 것이 제한되었다. 더욱이 HOLC는 14,000달러 이상 혹은 HOLC에 의한 부동산의 감정가격(appraisal value)의 80%이상의 금액에 대해서는 대출을 할 수 없었다.<sup>64)</sup>

HOLC는 부동산 감정에 관한 통일시스템을 실행함으로써 부동산 감정방법을 변화시키는데 있어서 중요한 역할을 하였다. 그 당시에 널리 수용할 수 있는 기준이 없었기 때문이다. 부동산의 감정이 어떠한 지원책을 제공할 것인지의 여부를 결정함에 있어서 중요한 조치였기 때문에 HOLC는 전국에 걸쳐 통일적으로 실행할 수 있는 감정시스템을 구축하였고, 표준화된 서류절차와 감정방법의 통일성을 확보하기 위해서 감정인을 위한 훈련프로그램을 갖추었다.<sup>65)</sup> 이러한 부동산 감

63) Ibid., at 242~243.

64) Ibid., at 243.

65) HOLC는 감정가격을 얻기 위해 세 가지의 동일한 가중치를 둔 요소들을 사용하였다. 첫째 요소는 부동산이 현재 시장에서 갖는 가치의 평가이다. 둘째 요소는 감가상각을 제외한(less depreciation) 건물의 재건축(reproducing the building)의 비용과 감정 시의 유사한 부지의 비용을 더한 것이다. 세 번째 요소는 지난 10년 동안 부

정에 관한 통일시스템의 도입이 HOLC로부터 대출 지원을 받는 사람들에게는 분명히 유리한 것이었지만, HOLC의 감정시스템은 또한 “붉은 선 긋기(redlining)”의 첫 번째 예가 되었다. 즉, HOLC는 감정가격의 계산에 있어서 주택거주자 및 이웃의 인종을 고려하는 것을 허용하였다. 그래서 HOLC는 부동산 가격에 특정한 인종의 존재가 주는 효과를 표준화한 인종집단의 순위목록(a ranked list of ethnic groups)을 사용하였다. 그 순위목록에 의하면, 영국인, 스코틀랜드인, 아일랜드인, 북유럽인(Scandinavians)은 모두 부동산 가격에 대한 부정적 효과가 가장 적은 것으로 나타났다. 이와는 반대로 흑인과 멕시코인은 부동산 가격에 대한 부정적 효과가 가장 컸다.<sup>66)</sup> 이러한 과정은 오늘날 인종차별주의의 노골적인 예로서 비난을 받을 수 있지만, 인종과 민족의 이용은 가족의 수입에 대한 합리적인 잣대로 정당화되었다. 또한, HOLC의 감정과정은 주택의 거주자와 주변 이웃의 사회경제적 특징이 그것의 구조적 특징보다 주택의 참된 가치를 감정하는데 더 관련이 있다고 추정했다.<sup>67)</sup>

그 결과, 흑인들이 살고 있는 이웃은 대출시에 가장 위험한 지역으로 평가되는 것이 일반적이었고, 그 이웃주민의 채무불이행된 모기지를 채용자함에 있어서 경제적 위험을 표시할 목적으로 HOLC의 지도상에 그 이웃을 붉은 색으로 표시하였다.<sup>68)</sup> 이후 HOLC의 부동산 감정평가방법은 민간 부동산 산업에서의 사적 부동산 감정평가로까지 확산되기에 이르렀다.<sup>69)</sup>

---

동산의 매월의 합리적인 임대가치(rental value)의 현금화(capitalization)였다. 이러한 요소들을 기준으로 감정가격을 얻기 위해서 HOLC의 감정인은 도시를 분리된 이웃으로 구분하는 훈련을 받았다. 이러한 구분에 있어서 직업, 수입, 거주자의 인종, 연령, 건축의 유형, 가격 범위, 매매 수요(sales demand), 주택의 수선의 일반적 상태 등이 기준이 되었다. Ibid., at 244.

66) Ibid.

67) Ibid.

68) Ibid.

69) Ibid., at 245.

3.2.2.4. 不動産 金融에 대한 HOLC의 效果

HOLC는 FHA와 함께 주택에 자금을 조달하는 방법과 부동산을 감정하는 방법을 변화시키는데 엄청난 영향을 주었다. HOLC는 모기지시장에서 신유형의 대출을 도입함과 아울러 그 신유형의 대출의 실행가능성을 입증함으로써 주택소유자를 보호하는데 중요한 역할을 하였다.<sup>70)</sup>

뉴딜입법 이전에 대다수의 모기지는 3년에서 5년까지의 단기간이었고, 분할 상환이 되지 않았다.<sup>71)</sup> 그래서 대출금의 원금이 대출의 최종결제시에 완전히 지급되지 않았다. 대출금 채무가 모기지의 만료시에 충족되지 않았고 주택소유자는 종종 대출금의 원금을 충족시키는 일괄상환(make a ballon payment)을 할 수 없었기 때문에, 주택소유자는 대주로부터 모기지의 갱신(renewal)을 요구하지 않을 수 없었다. 그러나 경제사정이 악화되자 대주는 자신의 채무를 충족하기 위해 자금을 필요로 하였고, 즉시 채무불이행된 단기의 모기지에 대해 모기지의 실행절차를 개시하였다.<sup>72)</sup>

이에 반해, HOLC의 초기 대출은 대단히 장기였고(15년), 자동적으로 분할 상환이 되었다. 이러한 장기적이고 자동 분할 상환되는 대출은 주택소유자의 지분이 늘수록 채무불이행의 기회가 감소한다고 하는 일반적인 믿음만큼이나 바람직하게 생각되었다.<sup>73)</sup>

뉴딜 입법이전에는 대다수의 차주가 주택에 대한 제2순위 모기지를 필요로 하였다. 그것은 대다수의 주법에 의해 모기지대주가 부동산의

---

70) Ibid., at 246.

71) 이러한 모기지를 일괄상환형의 모기지(balloon mortgage)라고 한다. 이것은 3년 내지 5년의 단기 모기지로써 차주는 당해 모기지의 만기시까지 이자만을 지급하다가 만기시에 원금을 일괄변제하는 형태의 것이었다. 만약 차주가 원금 전체를 변제할 자금을 마련하지 못한 경우에 차주는 당해 계약(소비대차계약 및 모기지설정계약)을 경계하거나 다른 대주로부터 그 자금을 얻는 시도를 하였다. 青木則幸, 前掲論文, 7~8面.

72) Fred Wright, op. cit., at 246.

73) Ibid.

감정 가격의 50%이상을 차지하는 모기지를 수용하는 것이 금지되었기 때문이다.<sup>74)</sup>

그러나 HOLC는 HOLC의 주택 감정 가격의 80%까지 대출을 할 수 있었다. HOLC의 대출은 채무불이행된 모기지에 대해서만 이용이 가능했지만, 이러한 높은 비율의 대출의 성공적인 실행은 모기지의 실행절차를 회피하는 것을 도움에 있어서 연방정부와 사적 대주들에게 효과가 있음을 입증하였고, 나아가 FHA의 지원과 함께 수많은 고이율의 제2순위 모기지 대주의 영향을 축소시켰다.<sup>75)</sup>

요컨대 HOLC가 행한 재융자 대출이 충분히 분할 상환이 되고, 20년과 같이 보다 장기의 상환기간으로 연장되는 것을 보장함으로써 HOLC는 모기지실행의 수를 완화시켰을 뿐만 아니라 사적 모기지대주들이 종국적으로 대출을 하는 방법에도 영향을 주었다고 할 수 있을 것이다.<sup>76)</sup>

### 3.2.2.5. HOLC의 經濟的 效果

HOLC는 주택모기지금융에 대해 180만 건 이상의 신청을 받았다.<sup>77)</sup> 그러나 그 신청의 거의 절반은 HOLC의 지침을 충족하지 못하는 부동산이었기 때문에 HOLC에 의해 거부되었거나 혹은 최종 고려 이전에 철회되었다. HOLC의 연구에 의하면 HOLC가 거부한 신청의 대략 18%는 불충분한 담보때문이었다고 한다. HOLC에 의한 부동산의 감정가격의 80%까지 대출이 될 수 있었기 때문에 HOLC의 감정은 그 주택이 충분한 가치가 있고, HOLC의 지원에 대한 충분한 담보를 보유하고 있는지의 여부를 결정함에 있어서 중요한 요소가 되었다.<sup>78)</sup>

74) Ibid., at 246~247.

75) Ibid., at 247.

76) Ibid.

77) HOLC는 1933년 6월부터 1935년 6월까지 불과 2년 동안에 190만 건, 60억 달러의 신청을 받았는데, 실제 모기지의 매입활동은 100만 건, 31억 달러였다. 井村進哉, 前掲書, 48面.

78) Fred Wright, op. cit., at 247.

### Ⅲ. 大恐慌 前後의 住宅金融시스템

전체적으로 HOLC의 경제적 효과는 대단히 긍정적이라고 할 수 있다. 첫째, HOLC는 미국의 10개 주택 중 하나의 주택에 대해 지원을 제공함으로써 수많은 모기지의 실행을 방지하였다.<sup>79)</sup> 둘째, HOLC는 위의 <표 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 1933년부터 1936년에 걸쳐 101만 여건의 모기지에 대해 31억 달러의 자금을 사용하였다.<sup>80)</sup>

#### 3.2.3. FHA의 設立

##### 3.2.3.1. 背景 및 趣旨

루즈벨트 대통령은 주택의 건설이 전체 경제의 엔진을 움직이는 수레바퀴 속의 수레바퀴(wheel within the wheel)라고 믿었고, 이러한 수레바퀴 속의 수레바퀴가 움직이도록 하기 위해서는 대규모의 공적자금이 투입된 건설프로그램이 필요하다고 하는 조언을 들었다. 그러나 그는 늘어만 가는 예산 적자에 관해 걱정을 하였다. 그래서 그 대신에 최소한의 직접적인 연방자금의 지출이 요구되는 프로그램을 성공적으로 추진하였다. 그 결과가 FHA를 창설한 1934년 법이었다. 본질적으로 30억 달러의 직접적인 구제조치였던 HOLC와는 대조적으로 FHA는 간접적인 조치를 통해 경제회복을 자극하고자 시도한 것이었다.<sup>81)</sup>

다시 말하면, 1934년 법은 FHA의 설립을 규정하였고, FHA는 National Mortgage Association(국민모기지협회; 이하 “NMA”라고 한다)의 설립을 인가할 권한을 갖게 되었다.

---

79) Ibid.; HOLC의 활동이 효과적이었다고 해도, HOLC가 모기지의 실행을 방지하는 만병통치약은 아니었다. HOLC는 자체적으로 약 20%의 채용자 대출에 대해서 모기지의 실행을 하였다. Ibid., at 249.

80) 井村進哉, 前掲書, 48面; HOLC의 경제적 효과에 관한 하나의 견해는 HOLC가 그 노력을 통해 주택부동산금융의 총체적 붕괴를 방지했을 뿐만 아니라 채무불이행된 모기지에 갇혀있던 자금을 풀어버림으로써 경기회복을 자극하고 나아가 대주로 하여금 다시 새로운 모기지대출을 하도록 하였다고 한다. Ibid.

81) Ibid., at 250~251.

FHA는 일종의 주택모기지의 신용보증제도를 확립하기 위해 설립된 기관으로서 대주로서의 금융기관의 거래 즉, 1차 시장을 안정화시키고자 하는 취지였다. 이에 반해, NMA는 FHA가 채무보증을 한 기차출된 모기지의 매입·보유·매각을 하기 위한 기관이었고, 그 설립의 취지는 2차 시장거래를 지원하고자 하는 것이었다.<sup>82)</sup>

### 3.2.3.2. FHA의 業務

FHA는 사적 모기지대주들이 새로운 방법의 모기지 대출(mortgage lending)에 참여하도록 함으로써 사적 모기지대출의 개혁을 추진하고자 하였다.<sup>83)</sup> FHA는 사적 모기지대주들이 연방법으로 정의한 기준<sup>84)</sup>에 기초한 대출을 한다면 사적 모기지대주들이 행한 새로운 모기지의 20%까지를 부보해 주었다.<sup>85)</sup> 그 결과 사적 모기지대주는 채무를 불이행한 주택소유자로부터의 손실에 대해 FHA의 보호를 받을 수 있었다. 나아가 모기지대주는 주택가격의 높은 비율(초기에 80%)로 주택소유자에게 장기의 충분히 분할 상환되는 대출을 할 수 있었다.<sup>86)</sup> 급증하는 예산 적자에 대한 루즈벨트 대통령의 우려 때문에 이 시스템은 기본적으로 연방정부에 의해 자금이 공급되지 않았다. 오히려 각 주택의 매수인이 매월 지급하는 모기지채무 속에 포함된 소액의 모기지도보험료(mortgage insurance premium)<sup>87)</sup>의 형태로 자금이 공급되었다.<sup>88)</sup>

82) 青木則幸, 前掲論文, 6~7面.

83) Fred Wright, *op. cit.*, at 251.

84) 1934년 법 §203(b).

85) 최초로 도입된 FHA 프로그램은 개축주택대출을 대상으로 한 Title I 프로그램이었는데, 각 대출금액의 20%까지를 부보해 주었다. 井村進哉, 前掲書, 51面.

86) Fred Wright, *op. cit.*, at 251.

87) FHA는 처음에는 보험료를 징수하지 않고, 연방정부가 신용리스크를 부담하였다. 그러나 연방정부의 재정상의 부담 때문에 1939년부터 보험료를 징수하게 되었다. 井村進哉, 前掲書, 52~53面; FHA는 보험계약을 체결할 때, 보험료를 부과한다(1934년 법 §203(c)). 보험료는 모기지설정자의 부담이 된다. 青木則幸, 前掲論文, 9面.

88) Fred Wright, *op. cit.*, at 251.

3.2.3.3. 不動産金融에 대한 效果

FHA의 시스템은 부동산금융시스템에 많은 영향을 주었다. 그 중에 주된 것은 사적 모기지대주들이 FHA부보모기지(FHA insured mortgages)에 대해 낮은 이자율을 기꺼이 수용하게 된 것이고, 그것이 차주에 대한 비용을 줄여주었다. FHA가 안정된 기관이 되면서 모기지이자율은 계속해서 떨어졌다. 게다가 FHA의 조치의 결과로써 전국적으로 이자율이 일정하게 되었다. FHA가 그와 같은 높은 비율의 부동산 가격에 대해 자금을 조달하였기 때문에 한동안 그렇게 만연했던 제2순위 모기지의 높은 이자율이 하락하였다. 보다 많은 사적 모기지대주들이 FHA부보모기지를 인수하는 이익을 보기 시작하면서 전체적인 모기지 LTV비율이 상승하기 시작하였다.<sup>89)</sup>

또한, 자동분할 상환되는 모기지(self-amortizing mortgage)가 일반화되었고, 더욱이 높은 이자율의 제2순위 모기지의 필요성이 줄어들었다. 모기지채무의 지급은 세금과 보험료를 포함하기 시작하였고, 모기지대주와 모기지의 매수인에 대한 채무불이행의 위험을 감소시켜 주었다. 정부의 지원은 대주들이 높은 LTV비율로 장기의 대출을 할 수 있도록 하였고, 차주들에게는 낮은 월부금(monthly payments)을 납부할 수 있게 하였고 값비싼 제2순위 및 제3순위 모기지에 대한 필요성을 제거해 주었다.<sup>90)</sup>

FHA의 요건과 그로 인해 초래된 사적 대주에 의한 대출의 변화의 결과로써 주택 소유의 장벽이 크게 낮아지게 되었다. 또한, FHA는 부동산 개발의 발전에 중대한 영향을 주었다. FHA가 모기지를 부보하는 권한이라는 강력한 무기를 보유하고 있었기 때문에 개발되어야 할 여러 종류의 부동산에 관하여 부동산개발업자에게 영향을 줄 수 있었다. FHA가 새로운 주거용 건축물에 대한 부보를 증가시킬수록 그 권한은 더욱 확대되었다.<sup>91)</sup>

---

89) Ibid., at 252.

90) Ibid., at 253.

91) Ibid., at 254.

FHA는 주택 건축에 관한 최소한의 기준을 확립하였는데, 그것은 결과적으로 거의 보편화되기에 이르렀고, 새로운 주택 건축의 품질을 향상시켰다. FHA는 만약 개발업자가 준수한다고 하면 개발업자가 건축한 모든 주택에 대해 그 모기지를 FHA가 부보하도록 하는 결과가 되는 기준을 설정할 수 있었다. 이러한 보증으로 인해 개발업자는 보다 쉽고 싸게 금융을 확보할 수 있게 되었다. 개발에 의한 매매가 이익이 될 수 있다는 사실을 개발업자의 잠재적인 대주들에게 확신시켰기 때문이다. 이와 같이 모기지를 부보하는 권한을 이용함으로써 FHA는 사적 개발업자들이 부동산을 개발하도록 유도하고, 나아가 토지 계획에 대한 신뢰를 부여할 수 있었다.<sup>92)</sup>

#### 3.2.3.4. FHA의 經濟的 效果

모기지대주가 연방정부에 의해 부보되기 위해서는 사적 모기지대출이 충분히 분할 상환되어야 한다는 FHA의 요건은 사적 모기지대주에 대한 강한 유인책이 되었다. FHA에 의해 체계화된 장기의 모기지는 주택 구입자에 대해 낮은 월부금을 제공하였다. 대주들이 부보되었기 때문에 사적 투자가 다시 주택용 건물에 대해 이루어지기 시작하였고, 1926년 이후 처음으로 1934년에 주택건설의 착공건수(housing starts)의 증가가 보이게 되었다. 더욱이 FHA의 요건이 주택용 부동산에 대한 차입을 고객에 대해 덜 비싸고, 덜 위험하게 하면서, 주택용 부동산 자본의 수요가 증가하게 되었다.<sup>93)</sup>

요컨대 1934년 법에 의해서 설립된 FHA는 주택모기지보험을 통해 모기지대주인 저축금융기관의 신용위험을 현저하게 경감시켜서 주택금융시장의 안정성을 회복시키는데 있어서 큰 공헌을 하였을 뿐만 아니라 장기의 원본상환부 주택모기지를 보급시키는데 있어서 결정적인 기여를 하였다고 할 수 있다.<sup>94)</sup>

92) Ibid., at 256~257.

93) Ibid., at 260.

94) 井村進哉, 前掲書, 51面.



### Ⅲ. 大恐慌 前後의 住宅金融시스템

#### 3.2.4. 聯邦國民모기지協會(Federal National Mortgage Association; FNMA)의 設立

##### 3.2.4.1. FNMA의 設立의 趣旨와 經過

원래 1934년 법의 목적 중의 하나가 모기지의 사적 2차 시장(private secondary market)을 창설하는 것이었다. 2차 시장의 조성을 통해 모기지투자(mortgage investment)에 유동성을 부여함으로써 투자자의 모기지에 대한 매력을 증대시키고자 하였다.<sup>95)</sup> 이렇게 해서 FNMA는 민간 금융기관이 보유한 주택모기지를 유동화하기 위한 기관으로 설립되었고, 기본적으로는 FHA부보모기지를 위한 2차 시장을 제공하는 것이었으며<sup>96)</sup>, FHA부보모기지를 매입, 매도 혹은 거래하는 권한을 갖고 있었다. 다시 말해서 FNMA의 목적은 첫째, 주택모기지에 대한 2차 시장의 기관을 설립하는 것이었다. 둘째, 사적 자본에 의한 자금조달에 의해 그 운영이 이루어지도록 하는 것이다. 셋째, 모기지투자에 대한 상당한 정도의 유동성을 제공함으로써 그러한 기관이 주택모기지의 2차 시장에 보충적인 지원을 제공하도록 하는 것이었다. 그렇게 함으로써 주택모기지금융에 이용이 가능한 투자자본의 배분을 개선하고자 하는 것이었다.<sup>97)</sup> 이러한 FNMA의 설립으로 인해 주택모기지시장은 종래의 대출시장인 1차 시장과 함께 기존의 모기지가 매매되는

---

95) FHA는 주택모기지대출을 완전한 상환을 전제로 한 장기·고정이율의 대출로 유도하였다. 그러나 이와 같은 주택모기지대출은 그 투자자금이 장기간 고정되어 있는 결과가 되어, 주택금융의 위축이 우려되었다. 즉 모기지 대주를 자금의 고정화로부터 구제할 필요성이 있었다. 또한, 주택모기지대출에 있어서 동부의 여러 주와 같은 자본잉여지역과 자금이 부족한 남서부 등의 개발지역 간의 자금수급의 불균형이 발생하게 되었다. 그래서 자금잉여지역으로부터 주택금융의 자금이 부족한 지역으로 자금이 유입되도록 유도하기 위해서 투자자의 자금을 주택금융으로 돌릴 필요성이 있었다. 이러한 배경 아래에서 주택모기지의 유동화와 2차 시장의 창설이 필요했던 것이다. 青木則幸, 前掲論文, 10~11面.

96) Fred Wright, op. cit., at 259.

97) Jo Anne Bradner, The Secondary Mortgage Market and State Regulation of Real Estate Financing, 36 Emory L. J. 971, 975~976 (1987).

일종의 유통시장인 2차 시장의 발전을 촉진하는 계기가 마련되기에 이르렀다.<sup>98)</sup>

FNMA는 본래 1934년 법 제3편에 규정된 NMA에 뿌리를 두고 있는데, 1934년 법의 규정에 의하면 FNMA는 FHA의 감독을 받는 민간기관으로 설립되는 것으로 예정되어 있었다(1934년 법 §301(a)). 그러나 대불황기에 민간주택금융기관이 이러한 종류의 기관을 설립할 여유가 없었다. 그래서 1935년 3월, RFC가 RFC모기지공사(RFC Mortgage Company)를 설립하게 되었다. RFC모기지공사는 모기지시장의 재건을 목표로 아파트, 호텔, 또는 사무실용 빌딩 등의 상업용 모기지를 포함한 모기지의 창출 및 모기지의 매입업무를 개시하였다.<sup>99)</sup> 당초 RFC모기지공사의 채용자 활동은 신규건설자금의 대출 및 수익성이 있는 정상 부동산의 자금유통에 한정되어 있었지만, 주택금융시장의 2차 시장의 흠결로 인해 건설산업의 자금유통이 악화되고 있다고 하는 인식 아래에서 FHA부보 모기지의 매입 및 매도를 업무의 대상으로 확대하기에 이르렀다.<sup>100)</sup>

그러나 일정한 경기회복이 달성된 1938년 초에는 주택산업의 모기지 자금수요를 RFC의 모기지매입능력이 전혀 따라가지 못하는 사태가 발생하게 되었다. 그래서 1938년 RFC의 완전자회사로서 주택모기지의 매입을 전담시킬 목적으로 국민모기지협회(National Mortgage Association of Washington)<sup>101)</sup>가 설립되었다.<sup>102)</sup>

98) 井村進哉, 前掲書, 43面.

99) 上掲書, 43面.

100) 上掲書, 43面.

101) FHA는 1938년 2월 10일, 국민모기지협회(NMA of Washington)의 설립을 인가하였다. 그런데 1938년 4월 5일, 국민모기지협회는 그 명칭을 연방국민모기지협회(Federal National Mortgage Association; FNMA)로 변경하였다. 1938년 말, FNMA는 그 포트폴리오 내에서 FHA의 발행모기지(FHA-issued mortgages)를 8,000만 달러 이상 보유하고 있었다. Robin Paul Malloy, *The Secondary Mortgage Market a Catalyst for Change in Real Estate Transactions*, 39 Sw. L. J. 991, at 993 note 11 (1986).

102) 井村進哉, 前掲書, 45面.

3.2.4.2. 住宅모기지市場에서의 FNMA의 設立의 效果

1935년 3월에 설립된 RFC모기지공사는 FNMA에 선행하여 업무를 수행하였다.<sup>103)</sup> 그 업무는 당초 신규주택건설 및 사업용 부동산의 자금조달에 한정되었지만, 건설업계의 자금조달을 완화하기 위한 일정한 조건으로 FHA부보모기지의 매입을 개시하였다. 이것은 민간의 유통시장이 전혀 기능하고 있지 않은 상황 아래에서 주택모기지를 RFC모기지공사가 매입함으로써 유통시장(즉 2차 시장)을 형성하고, 그것을 통해서 정상적인 모기지시장을 재건하고자 한 것이었다.<sup>104)</sup>

FNMA는 신축 주택이나 주택프로젝트를 포괄하는 FHA부보모기지의 매매시장을 확립하는 것이었다. 그리고 임대주택프로젝트나 임대주택군에 대해 FHA부보모기지를 담보로 한 직접대출 및 모기지의 매입을 전개하였다. FNMA의 활동은 1938년부터 1941년에 걸친 대불황기에 집중되어 있는데, 이 시기에 매입된 2억 4,660만 달러의 모기지는 1941년 말 당시의 FHA모기지 발행잔고 3억 5,000만 달러의 70%를 점하는 것이었다.<sup>105)</sup>

요컨대 FHA의 주택모기지보험제도에 의한 모기지의 안전성의 확보와 함께 FNMA에 의한 모기지의 매입처의 확보에 의하여 종래 거의 존재하지 않았던 모기지의 이전을 일으키는 거래가 촉진되었다. 즉 종래 모기지대주와 차주 사이에 발생한 모기지는 소멸할 때까지 모기지대주에게 보유되는 것이 통상이었지만(1차 시장거래), 이 새로운 거래에서는 당해 모기지가 투자자의 손으로 이전되었던 것이다(2차 시장 거래). FNMA는 투자자가 취득한 모기지를 투자자가 다시 매각하는 길을 확보함으로써 투자자가 모기지시장으로 참여할 수 있도록 유도하는 기능을 수행하였던 것이다. 이러한 2차 시장 거래는 투자자의

103) RFC모기지공사는 1947년 RFC에 흡수되어 그 활동이 종료되었다.

104) 井村進哉, 前掲書, 54面.

105) 上掲書, 55面.

자금을 주택금융시장으로 유입시키는 효과를 갖는 것이었다.<sup>106)</sup>

### 3.3. 小 結

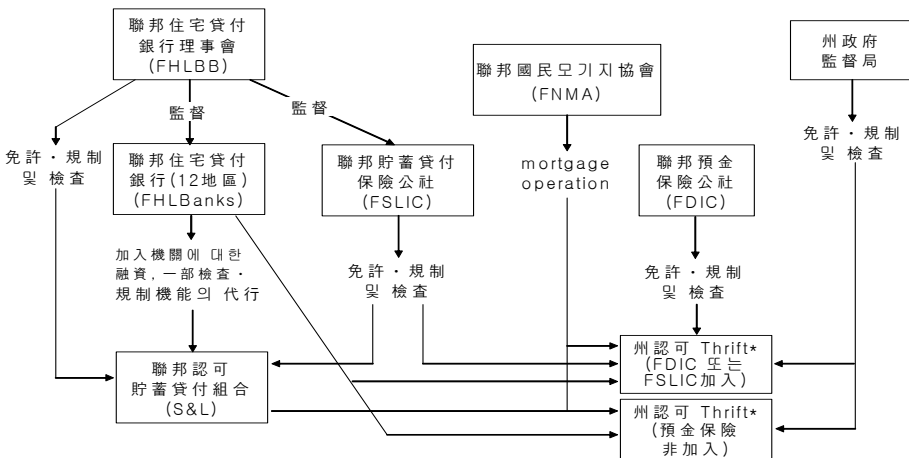
대공황이 발생한 이후, 1930년대 미국의 연방정부는 뉴딜입법으로 대표되는 주택금융개혁입법을 통해 주택금융시장에 대해 일련의 개혁 조치를 취하였는데, 그 주된 내용을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 1932년 법의 입법을 통해 FHLB제도를 확립하고, 연방주택대부은행을 통해 저축금융기관에 대해 유동성을 공급하였다.

둘째, 1933년 법에 의해 설립된 HOLC를 통해 주택모기지시장에 긴급구제자금을 공급하였다.

셋째, 1934년 법에 의해 설립된 FHA를 통해 주택모기지 보험제도를 창설함으로써 1차 시장을 안정화시켰다. 또한, FNMA의 설립을 통해 주택모기지를 유동화시킴으로써 2차 시장의 발전을 위한 제도적 기초를 확립하였다.

<그림 2> 주택금융의 뉴딜적 시스템: 1930년대의 저축금융기관에 대한 규제 및 지원<sup>107)</sup>



106) 青木則幸, 前掲論文, 13面.

107) 井村進哉, 前掲書, 46面.

### Ⅲ. 大恐慌 前後의 住宅金融시스템

- \* 저축금융기관을 대상으로 한 1930년대의 광의의 정부기관으로는 그 밖에 주택소유자대부공사(HOLC, 1933~1954), 연방주택청(FHA, 1934년~현재) 등이 있다.
- \* Thrift는 저축대부조합, 상호저축은행, 및 신용협동조합과 같은 저축금융기관을 지칭하는 용어이다.

한편, 뉴딜개혁이후, 1930년대의 주택금융시장에서의 저축금융기관에 대한 규제 및 지원시스템의 전체상을 그림으로 표시하면, 위의 <그림 2>와 같이 표현할 수 있다.

## IV. 戰後期の 뉴딜的 住宅金融시스템

### 1. 經濟史的 背景

제2차 세계대전 이후 1960년대 중반까지는 미국의 역사상 가장 경제 전체가 안정되고 또한 성장한 시기<sup>108)</sup>로서 이 시기의 주택산업은 자동차 등의 내구소비재산업과 함께 경제성장의 중심축을 형성하였다. 그런데 제2차 세계대전의 말기부터 1950년대에 걸쳐 연방정부 및 연방의회는 전시경제체제로부터 평시경제체제로의 이행과 그에 수반되는 경제성장시의 주택문제에 대한 대처라는 새로운 과제를 부담하게 되었다.<sup>109)</sup>

특히 제2차 세계대전이 종결되면서 제대군인에 대한 주택공급의 문제와 함께 1950년대의 주택산업의 호황에 대한 대응을 포함하여 주택 자금공급체제를 어떻게 구축할 것인가 긴급한 과제가 되었다. 또한, 경제성장 및 도시화의 후유증으로써 새롭게 발생한 도시의 슬럼(slum)화에 대한 대책도 중요한 과제로 부상하였다.<sup>110)</sup>

이러한 문제들에 대응하기 위하여 연방의회는 우선 제2차 세계대전 종결 전인 1944년에 제대군인지원법을 제정하였다. 그리고 1949년에는 모든 미국인의 가정이 그에 상응하는 주택을 소유하여야만 하고, 나아가 쾌적한 주거환경아래에서 그것이 유지되어야만 한다는 것을 선언하였다. 그 후에도 연방의회는 1954년 주택법을 포함한 포괄적인 주택관련입법을 성립시켜 나아갔다.<sup>111)</sup>

108) 경기후퇴는 1953년, 1957년, 1963년에 발생하였지만, 어느 것이나 경미하였고, 1년 반 이상 지속되지는 않았다. 青木則幸, 前掲論文, 15面.

109) 井村進哉, 前掲書, 60面.

110) 上掲書, 60面.

111) 上掲書, 60面.

## 2. 住宅金融關聯立法의 制定과 改正

### 2.1. 除隊軍人支援法(Servicemen's Readjustment Act of 1944)

제2차 세계대전 말기인 1944년, 제대군인을 문민생활에 적응하도록 하게 할 목적으로 제대군인지원법(Servicemen's Readjustment Act of 1944; 이하 “1944 년 법”이라고 한다)이 제정되었다.<sup>112)</sup> 동법의 핵심은 제대군인의 주택자금조달을 우대하는 것이었다.<sup>113)</sup> 그리고 동법 아래에서 제대군인이 주택을 구입하거나 자기소유의 토지상에 가족을 위한 주택을 건축하는 것을 지원할 목적으로 제대군인지원청(Veterans Administration; 이하 “VA”라고 한다)이 FHA의 주택모기지보험제도와 유사한 신용보증제도를 창설하였다.<sup>114)</sup> 즉 VA는 제대군인에 대한 주택모기지대출을 보증하는 기능을 수행하였는데,<sup>115)</sup> 이러한 VA의 주택대출보증프로그램(the VA Home Loan Guarantee Program)은 1944년 법 제3편에 규정되어 있었다.<sup>116)</sup>

### 2.2. 1948년의 全國住宅法

1948년의 전국주택법(National Housing Act of July 1, 1948)<sup>117)</sup>은 1934년의 전국주택법의 제3편을 개정한 것이었다. 동법의 목적은 FNMA의 설립이었다. FNMA는 1938년, 1934년의 전국주택법에 기하여 NMA로서 설립되었지만, FNMA의 설립이 연방의회에서 명언된 것은 동법이

---

112) 青木則幸, 前掲論文, 16面.

113) 井村進哉, 前掲書, 61面.

114) 青木則幸, 前掲論文, 16面.

115) Robin Paul Malloy, *op. cit.*, at 992.

116) Jo Anne Bradner, *op. cit.*, at 976.

117) Ch. 784, 62 Stat. 1206(1948)(codified as amended at 12 U. S. C. §§1716-1723).

었다. 동법은 실제로 설립되어 있던 FNMA의 활동에 따라 규정되었다. 말하자면, FNMA의 활동을 추인한 것이라고 할 수 있다. 그리고 1948년 FNMA는 1944년 법의 규정에 따라서 VA보증대출(VA-guaranteed loans)을 매입할 권한을 갖게 되었는데,<sup>118)</sup> 이것은 FNMA의 활동의 확대를 의미한다고 할 수 있다.<sup>119)</sup>

### 2.3. 1949년의 住宅法

1949년의 주택법(Housing Act of 1949)<sup>120)</sup>은 주택의 공급을 지원하는 정책적 목적과 함께 저소득계층지향의 주택모기지, 도시의 재개발, 슬럼의 일소 등과 같은 사회정책적 목적들을 반영하고 있다.<sup>121)</sup> 다시 말하면, FHA·VA의 신용보증제도를 포함한 정부기관의 모기지대출을 지원하는 프로그램에 대해 복지국가적 프로그램의 성격을 부여하고 있다고 할 수 있다.

즉 1949년의 주택법에 의하면, 우선 “국가의 공공복지와 안전 및 국민의 건강과 생활수준의 요청으로부터 심각한 주택부족을 구제하고, 슬럼(slum)의 일소에 의한 수준이하 및 기타의 부적절한 주택을 제거하며, 미국인의 가정을 위한 적절한 주택과 쾌적한 주거환경을 가급적 신속하게 확보하기에 충분한 주택건설과 근린공동체의 발전(related community development)이 필요하다”고 선언하고 있다.<sup>122)</sup>

그리고 이러한 국가의 주택건설의 목표에 대한 연방정부의 정책에 대해서는 “총수요(total need)의 대부분이 가능한 한 민간기업으로부터 공급되도록 촉구한다”라고 하면서도 “슬럼의 일소에 의한 수준이하 및 기타의 부적절한 주택을 제거하기 위한 정부의 원조, 공동체의 발전

118) Edmund F. Ficek, Thomas P. Henderson, & Ross H. Johnson, op. cit., p.163.

119) 青木則幸, 前掲論文, 17面.

120) Ch. 338, 63 Stat. 413(1949).

121) 井村進哉, 前掲書, 66面.

122) 青木則幸, 前掲論文, 16面.



및 재발전을 가능하게 하기 위한 정부의 원조, 신규 내지 기존의 적정한 주택을 제공할 수 없을 정도의 저소득층의 가정에 적정한 주택을 제공하기 위한 정부의 원조”의 필요성이 인정되는 경우에 “정부의 조력없이 민간기업에만 의존하는 것으로는 충족되지 않는 지역에 제공되어야만 한다”고 규정하고 있다(1949년의 주택법 제2조).<sup>123)</sup>

## 2.4. 1954年の 住宅法

1954년의 주택법 제2편(Title II of the Housing Act of 1954; 이하 “1954년 법”이라고 한다)<sup>124)</sup>은 1934년의 전국주택법 제3편을 다시 전면적으로 개정하고, FNMA에 대한 대규모의 개혁을 단행하였다.<sup>125)</sup> 첫째, 1954년 법은 FNMA를 RFC소유의 법인 조직으로부터 민관혼합보유형태(mixed ownership)의 법인으로 개편하였다. 둘째, 1954년 법은 FNMA를 FHA 및 VA의 신용보증부 모기지의 매입·서비스업무·매각이라고 하는 업무(operation)를 수행하는 권한을 갖는 기관으로 하였다. 셋째, 1954년 법은 FNMA의 활동을 2차 시장운영기능, 특별지원기능(special assistance functions), 모기지의 관리 및 청산기능(management and liquidation functions)과 같은 세 가지 기능<sup>126)</sup>에 따라 다음과 같은 3개의 사업으로 나누었다.<sup>127)</sup>

- ① 제2차 시장운영사업(1954년 법 §301(a))이 있다. 이 사업은 모기지에 일정한 유동성을 제공함으로써 2차 시장에 보조적인 지원을 제공하고, 그렇게 함으로써 주택모기지금융을 이용할 수 있는 투자자본의 유입을 개선할 목적으로 수행하는 사업이다.

---

123) 上掲論文, 16面.

124) 68 Stat. 612(1954)(codified as amended at 12 U. S. C. §§1716-1723).

125) 青木則幸, 前掲論文, 19~20面.

126) Edmund F. Ficek, Thomas P. Henderson, & Ross H. Johnson, op. cit., p.163.

127) 青木則幸, 前掲論文, 21~22面.

- ② 특별지원사업(1954년 법 §301(b))이 있다. 이 사업은 공공지원프로그램(public assistance programs)에 의하여 창출된 주택모기지를 감독하는 것을 목적으로 하는 사업이다. 예컨대 저소득계층에 대한 주택의 공급을 목적으로 한 특별주택프로그램(special housing program)에 기초하여 창출된 시장성이 없는 주택모기지 혹은 국가경제의 안정차원에서 주택모기지대출 및 주택건설활동의 위축을 방지하는 수단으로서의 주택모기지 등을 들 수 있다.
- ③ 모기지의 관리 및 청산사업(1954년 법 §301(c))이다. 이 사업은 1954년 이전, FNMA에 의해 인수된 주택모기지를 관리하고 청산하는 것을 목적으로 수행하는 사업이다.

### 3. 뉴딜的 住宅金融시스템의 發展

#### 3.1. 聯邦住宅貸付銀行의 融資와 貯蓄金融機關의 發展

전후의 주택산업의 호황은 저축금융기관의 저축흡수능력을 상회할 정도의 자금수요를 발생시켰다. 이로 인해 연방주택대부은행의 대출잔고가 급증하게 되었다. 특히 연방저축대부은행의 유동성 자금공급은 비교적 소규모의 저축대부조합 등에 있어서는 저비용의 자금획득수단이 되었으며, 그 용자의 범위는 1958년 4월 이후, 인출가능예금의 20%까지 확대되었다.<sup>128)</sup>

저축금융기관은 전후 주택산업의 호황을 배경으로 공적금융지원과 세제우대조치 등 다른 업종에 비해 상대적으로 풍부한 지원을 받아 급성장을 하게 되었다. 더욱이 상업은행에 비해 예금금리규제나 준비율규제의 측면에서 우대를 받아 저축성자금의 흡수조건이나 자산성장조건의 측면에서 유리한 입장에 있었다. 이러한 요인들이 주택모기지 시장에서 저축금융기관의 지위를 제고하였다.<sup>129)</sup>

128) 井村進哉, 前掲書, 63面.

129) 上掲書, 70~71面.

우선 저축금융기관의 주택모기지대출에 대한 공적금융지원은 5%에서 10%까지 상승하였다. 또한 세제우대조치는 총자산의 70%이상을 주택모기지에 투자하고 있으면 세금공제전 이익의 40%까지를 비과세로 대손충당금에 이월할 수 있었다. 이러한 조치는 실질적으로는 내부자금을 풍족하게 하여 다시 주택모기지투자를 확대하도록 하는 순환을 만들어 내었다.<sup>130)</sup>

### 3.2. FHA · VA의 프로그램의 擴大

VA는 적격한 제대군인에 대해 목돈을 준비할 필요가 없고, 금리도 저렴한 주택대출보증프로그램을 제공하였다. 나아가 보험료를 징수하는 FHA와 달리 VA는 보증료를 징수하지 않는 우대조치를 하였다.<sup>131)</sup>

FHA의 보험료는 전후부터 1982년까지 0.5%에 설정되었고, 대출한도액, 대출기간 등에서도 대폭적인 우대조치가 부여되었다. 이러한 우대조치로 인해 FHA보험에 대한 수요가 확대되었고, 나아가 연간 30억 달러에서 40억 달러에 상당하는 FHA부보모기지가 창출될 수 있었던 것이다. 그 결과 FHA와 VA모기지에 의한 주택착공건수는 전착공건수의 40%에 이를 정도로 상승하였다.<sup>132)</sup>

FHA의 중심업무는 단일가족용 주택모기지를 부보하는 업무였는데, 이러한 FHA의 부보업무의 범위가 1950년대 들어서면서 차츰 확대되기에 이른다. 즉 FHA는 1950년 공동소유주택에 대한 부보업무를 개시하였고, 1956년에는 도시재개발영역에 거주하고 있던 가족용의 퇴거용 주택에 대한 부보업무, 그리고 1957년에는 노령자용 주택모기지에 대한 부보업무를 개시하였다. 이러한 부보업무는 연방정부가 운영

---

130) 上揭書, 71面.

131) 上揭書, 61面.

132) 上揭書, 62面.

하는 보험 pool에 의한 신용위험의 인수를 통해 민간금융기관이 실시하기 불가능한 주택모기지대출을 가능하도록 한 것이었다.<sup>133)</sup>

### 3.3. FNMA의 業務對象의 擴大

주택모기지를 2차 시장에서 유동화시키는 FNMA의 채용자기능은 1930년대와 비교할 때 그 역할이 크게 변화하였다. 즉 FNMA의 설립 초기에는 주택모기지의 투자자에 대한 최후의 대주로서의 기능을 하였지만, 전후에는 주택모기지시장의 유동성을 높이고, 주택시장에 민간자금이 최대한 유입되도록 하는 2차 시장을 확보하는 것이 그 중심이 되었던 것이다.<sup>134)</sup>

전후의 FNMA의 채용자업무는 직접적으로는 저축금융기관, 생명보험회사, 상업은행, 및 모기지회사가 보유한 주택모기지를 매입함으로써 실질적인 자산의 유동화를 실현시키는 것이었다. 그렇게 함으로써 시장금리가 상승하는 시기에 주택모기지를 보유함에 따른 이자율저하를 가능한 한 회피하고자 한 것이었다. 따라서 FNMA는 시장금리의 변동에 의해 발생하는 위험을 부담하는 역할을 하게 되었다.<sup>135)</sup>

한편, FNMA의 업무대상도 확대되었다. 실제로 FNMA의 업무대상은 본래 FHA부보모기지뿐이었다. 그런데 VA의 보증이 개시됨에 따라서 1948년에는 VA모기지도 그 대상에 추가되었다.<sup>136)</sup> 특히 1950년대 후반이 되면, 노령자 및 도시재개발용의 모기지를 대상으로 한 특정 목적의 프로그램이나 중저가의 주택모기지를 대상으로 한 시장지원프로그램이 모기지업무의 중요한 부분을 차지하게 되기에 이른다.<sup>137)</sup>

133) 上揭書, 66面.

134) 上揭書, 63面.

135) 上揭書, 63面.

136) 上揭書, 65面.

137) 上揭書, 66面.

#### 4. 小 結

전후기의 주택금융시스템의 특징은 전시경제체제로부터 평시경제체제로의 전환이 추진되었다는 점과 고도의 경제성장에 수반된 주택산업의 호황, 도시의 재개발, 저소득계층 등의 사회적 약자의 문제에 대응하기 위한 공적금융프로그램이 확대되었다는 점에서 찾을 수 있다.<sup>138)</sup>

첫째, 이 시기에 연방주택대부은행은 유동성을 공급하는 역할을 적절하게 수행하였으며, 지역금융의 영역에서는 저축금융기관이 주택금융시장의 탁월한 지위를 확보했다.<sup>139)</sup>

둘째, 전후기의 VA보증업무와 FHA부보업무의 확대는 연방정부의 사회정책적 고려의 측면이 강하게 투영되었던 것이었다고 할 수 있다.

셋째, 2차 시장의 중심축이 되는 FNMA는 전후기에 그 업무대상이 확대되었지만, 실제로 전후기의 2차 시장을 확대하고, 2차 시장의 활성화를 이루어 내었다고 보기는 어렵다.<sup>140)</sup>

---

138) 上掲書, 76面.

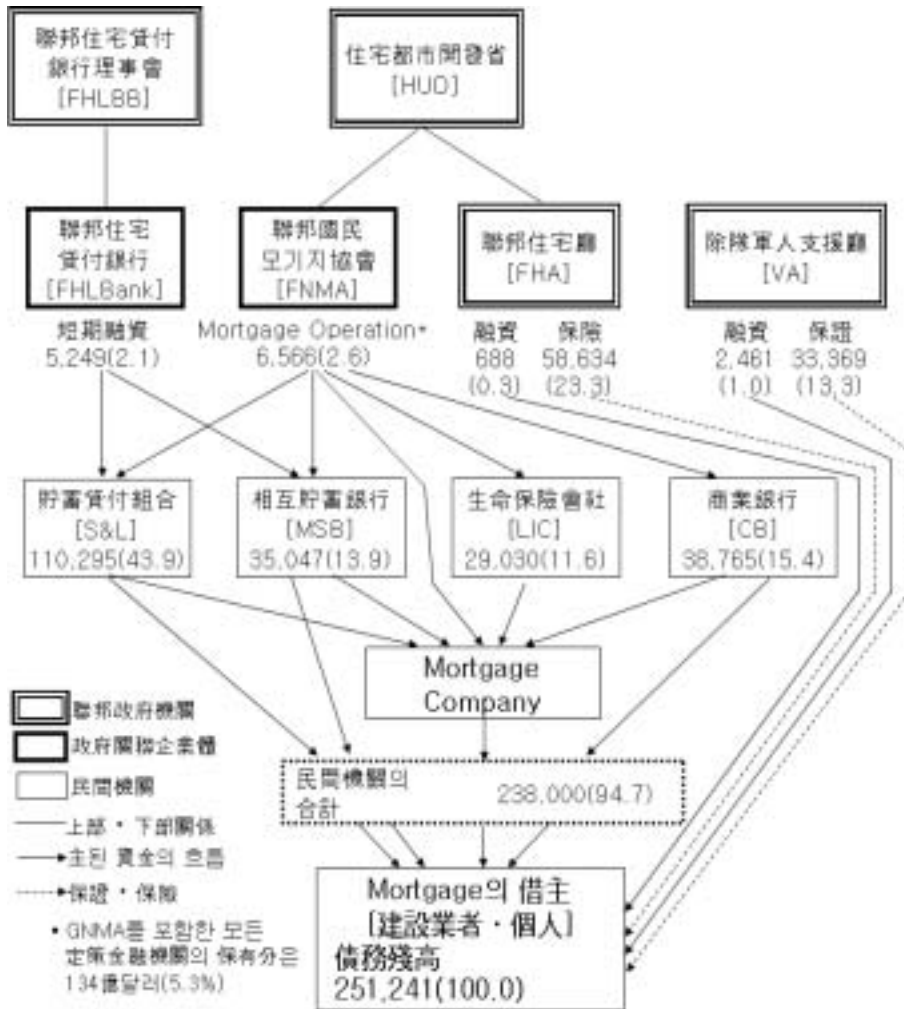
139) 한편, 전후부터 1955년까지의 기간에 모기지회사가 급성장을 한 것도 주목해야 할 변화인데, 그 배경에는 FHA보험업무 및 VA보증업무의 확대가 있다. 또한, 공적금융시스템에 의한 주택모기지의 유동화기구가 그 기능을 제대로 하지 못한 것도 모기지회사의 발전의 배경이 되었다. 上掲書, 76~77面.

140) 그 원인은 첫째, 주택모기지의 투자대상으로서의 한계이다. 투자자가 그 포트폴리오의 일부로서 주택모기지를 보유하는 경우 그 목적은 현금흐름(cash flow), 즉 모기지설정자로부터의 원리금의 변제금이다. 이 가운데 원금에 대해서는 FHA·VA의 신용보증제도에 의해 위험성이 회피되었지만, 이자에 대해서는 불충분하였다. 모기지설정자가 변제기전에 원금의 전액을 변제한 경우 그 이후의 이자는 발생하지 않게 되어 예정한 현금흐름에 부족이 발생하기 때문이다. 이것을 조기상환리스크라고 한다. 둘째, 주택모기지는 장기고정이율의 채권이다. 이것은 경기하강기에 국채 등의 투자증권의 이율이 나뉘는 경우에는 상대적인 우월성이 있다. 그러나 경기상승기에는 국채 등과 같은 자본시장의 이율을 반영하는 투자증권보다 이율이 나뉘게 되어 주택모기지의 투자대상으로서의 매력은 작아지게 되는 것이다. 이러한 문제점이 있었는데, 전후기에 경기상승이 지속되어 기관투자자는 주택모기지에서 이탈하게 되었다. 青木則幸, 前掲論文, 23~24面.

이상과 같은 전후기의 주택금융시스템(1945~1965)을 그림으로 도시하면 <그림 3>으로 표시할 수 있다.

<그림 3> 1960년대의 주된 금융기관과 시장기구<sup>141)</sup>

(1968년 말 현재; 각 기관의 모기지 보유·자금공급·보증잔고)



141) 井村進哉, 前掲書, 77面.

## V. 金融緊縮期の 住宅金融시스템

### 1. 經濟史的 背景

연방정부에 의한 지원 및 규제정책 아래에서 순조로운 발전을 하던 주택금융시스템은 1960년대에 들어서면서 1966년과 1969년의 2회에 걸친 신용경색(credit crunch)을 계기로 분명한 변화의 전기를 맞게 된다.<sup>142)</sup> 그리고 경제의 고도성장기에 주택금융위기, 주택산업의 불황을 경험하게 되었다. 연방정부는 이와 같은 사태에 대처하기 위해서 연방예산제도개혁과 결부시켜 공적금융기관의 개혁을 실시하고 그것을 통해서 주택금융시장의 증권화를 추진하기에 이른다.<sup>143)</sup>

1966년의 금융긴축에 의한 시장금리의 상승의 시기에 저축대부조합 등의 저축금융기관이 과도한 예금쟁탈경쟁을 벌일 것을 우려한 정부는 종래 연방준비제도에 속한 상업은행에 대해서만 적용되었던 Regulation Q<sup>144)</sup>라고 불리는 예금이율의 상한 규제<sup>145)</sup>를 FHLB제도에 속한 저축금융기관에 대해서도 확대하였다.<sup>146)</sup> 다만 실제 설정된 저축금융

142) 1966년부터 1980년대 초기에 걸친 미국경제의 특징은 실질적 경제성장의 정체, 높은 인플레이션 비율, 그리고 인플레이션의 억제를 위해 반복된 금융긴축이었다. 青木則幸, 前掲論文, 24面.

143) 井村進哉, 前掲書, 81面.

144) 상업은행에 대해서는 1933년 은행법에 의해 요구불예금에 대한 이자지급이 금지되어 있었다. 그 배경에는 은행 간의 요구불예금에 대한 과도한 이자지급이 은행 간의 경쟁을 촉발시켰고, 그것이 대공황의 한 요인이 되었다는 인식이 있었다. 또한, 정기예금 및 저축예금에 대한 이자지급에 대해서도 규제가 가하여졌다. 이러한 조치들은 예금에 대한 은행 간의 파괴적인 경쟁을 억제하고자 하는 것이었다. 이러한 규제들이 Regulation Q에 의해 시행되었다. 정용상·정대, 美國金融機關規制法, 부산: 부산외국어대학교 출판부, 2005, 45面.

145) 저축금융기관의 예금에 대한 금리상한이 부과되지 않았던 것은 1930년대 저축 금융기관의 예금이 형식적으로는 지역사회 의 구성원에 의한 출자증권(share)의 구입을 통해 이루어졌고, 금리도 배당금의 비율로써 표시되어 있어서 예금과는 이질적인 것이라고 인식되어 있었기 때문이다. 井村進哉, 前掲書, 90~91面.

146) Regulation Q의 도입 취지는 저축금융기관이 1차 시장의 주요한 담당자라고 하

기관의 예금이율의 상한규제는 상업은행보다도 0.25%~1.00% 높게 설정되었다. 이것은 상업은행의 금융시장에서의 경쟁상의 우위성을 고려하였기 때문이다.<sup>147)</sup>

그런데 1966년 이후, 금융긴축으로 인해 시장금리와 예금금리에 큰 격차가 나타나는 현상이 1969년, 1970년, 1973년, 1981년에 반복적으로 발생하였다. 그와 같은 시기에 예금자는 자금을 저축금융기관으로부터 인출하여, 시장이율을 반영하는 단기금융시장증권(money market instrument)에 투자하기에 이르렀다.<sup>148)</sup> 즉 money market fund와 같은 예금보험제도의 보호 대상이 아닌 예금대체제도가 소액예금자에게 그 예금의 시장이율에 기한 이율을 제공한 것이다. 이러한 현상을 자금의 금융기관이탈현상(disintermediation)<sup>149)</sup>이라고 하는데, 이러한 자금의 금융기관이탈현상으로 인해 저축금융기관은 신용경색에 빠지고 주택모기지시장의 정체를 초래하였다.<sup>150)</sup> 결국 Regulation Q가 저축금융기관으로부터의 자금의 유출을 막지 못하게 되었고, 나아가 1차 시장의 자금원을 안정시키는 제도로서의 의미도 상실하게 되었다. 그래서 Regulation Q는 1980년 제정된 예금금융기관규제완화 및 통화관리법(the Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980; DIDMCA)<sup>151)</sup>에 의해 단계적으로 폐지되기에 이른다.<sup>152)</sup>

---

는 인식 하에 저축금융기관의 자금조달의 비용(cost)을 줄여줌과 동시에 자금의 유출을 방지하여 저축금융기관에 보다 많은 자금이 유입되게 함으로써 1차 시장의 자금원을 확보하도록 하고자 하는 것이었다. 青木則幸, 前掲論文, 24~25面.

147) 당초에는 0.75%~1.00%의 범위에 설정되었다가 1970년에는 0.50%, 1973년에는 0.25%까지 축소되었다. 井村進哉, 前掲書, 91~92面.

148) 青木則幸, 前掲論文, 25面.

149) Michael H. Shill, Uniformity or Diversity: Residential Real Estate Financial Law in the 1990s and the Implications of Changing Financial Markets, 64 S. Cal. L. Rev. 1261, at 1266 (1991).

150) 青木則幸, 前掲論文, 25面.

151) Pub. L. No.96-221, 94 Stat. 132 (1980); 동법의 개요에 관해서는 정용상·정대, 前掲書, 54~55面.

152) 青木則幸, 前掲論文, 25~26面.



그러나 Regulation Q의 폐지는 1차 시장에 결정적인 타격을 주게 되었다. 주요한 대주인 저축금융기관의 경영을 현저하게 압박하였기 때문이다. Regulation Q의 폐지로 인해 저축대부조합은 예금획득을 위해 고이율을 지급하였지만, 일찍이 행한 장기저이율의 대출로부터 낮은 수익밖에 얻을 수 없는 상황, 즉 역초현상에 빠지게 된 것이다. 1982년, 저축대부조합의 자금의 평균적인 비용(저축대부조합이 예금에 지급하지 않으면 안 되는 이율)은 실제로 11%를 초과하였고, 모기지에 기한 평균적인 이율은 11%이하였다.<sup>153)</sup> 또한, 반복적으로 발생한 금융긴축기에 연방저축대부은행으로부터의 차입이 증가하였다는 점이나 고금리 아래에서 자산인 모기지를 매각한 것도 저축대부조합의 경영을 압박하는 요인이었다. 이로 인해 저축대부조합의 연간 도산건수는 1980년의 35건에서 1982년에는 252건으로 급증하였다.<sup>154)</sup> 이와 같은 상황 속에서 1980년대에는 모기지대주가 차주와의 사이에 창출한 모기지를 소멸할 때까지 보유한다고 하는 전통적인 1차 시장거래의 구조 자체가 위기에 처하게 된 것이다.<sup>155)</sup>

한편, 1차 시장에서 자금원이 부족할 경우 2차 시장의 거래를 촉진시킬 것이 요구되었는데, 금융긴축기에서의 1차 시장의 자금 부족은 대공황 이후의 차주 및 전후의 세대군인이나 저소득자의 주택금융수요라는 차주의 사정에 기인한 것이라고 하기 보다는 대주 측, 특히 저축대부조합의 예금의 감소와 그로 인한 경영의 악화가 원인이었다.<sup>156)</sup>

이러한 필요성에 대해 종래의 FHA·VA프로그램이라고 하는 특정의 차주를 대상으로 한 2차 시장거래의 촉진으로만 대응하는 것은 곤란하였다. 사실 이 시기에는 FHA·VA신용보증부 모기지대출이 저하

153) Alex M. Azar II, FIRREA: Controlling Savings and Loan Association Credit Risk through Capital Standards and Asset Restrictions, 100 Yale L. J. 149, at 152 (1990).

154) 青木則幸, 前掲論文, 26面.

155) 上掲論文, 26面.

156) 上掲論文, 26~27面.

하는 현상을 볼 수 있다. 이것은 높은 인플레이션 비율과 실질적 경제성장의 정체로 인해 주택가격이 가계소득의 신장을 확연히 상회하는 수준으로 급등하여 FHA·VA신용보증부 모기지대출에 적격인 대출이 곤란하게 되었기 때문이다. 주택가격의 양등은 정부가 이러한 프로그램을 위해 투자할 수 있는 자금을 확대할 수 있는 수준을 크게 상회하였다.<sup>157)</sup>

이러한 상황에서 투자자의 자본을 유입시킬 수 있는 2차 시장거래의 촉진이 요구되기에 이르렀다. 더욱이 FHA·VA프로그램에 한정되지 않고, 전통적 모기지(conventional mortgage)<sup>158)</sup>를 포함한 2차 시장 전체로 확대되어야 할 필요성이 높아진 것이다.<sup>159)</sup>

## 2. 住宅金融關聯立法의 制定과 改正

### 2.1. 1968年の 住宅都市開發法

#### 2.1.1. 趣 旨

1968년, 연방의회는 주택도시개발법(Housing and Urban Development Act of 1968; 이하 “1968년 법”이라고 한다)을 제정한다. 1968년 법의 목적은 1949년의 주택법에서 명언하고 있는 국가의 주택정책의 관철이라고 할 수 있는데, 이러한 주택정책의 집행이 순환적으로 반복되는 금융긴축(tight money)기와 연방정부의 재정압박에 의하여 심각해지고 있다는 인식이 입법의 배경에 있었다. 더욱이 인구증가와 도시로의 인구집중이 높은 비율로 계속되어 이제까지 행하여진 투자의 효과를 반감시키고 있었다. 1968년 법은 FHA의 부보업무의 확대와 같

---

157) 上掲論文, 27面.

158) 전통적 모기지(conventional mortgage)라 함은 FHA의 보험 및 VA의 보증 등과 같은 정부기관의 신용보증이 없는 모기지를 말한다.

159) 青木則幸, 前掲論文, 27面.

은 종래의 주택지원정책프로그램의 강화와 함께 FNMA의 개혁을 규정하고 있다.<sup>160)</sup>

## 2.1.2. 內 容

### 2.1.2.1. FNMA의 組織改革

1968년 법은 1954년 법에서 구별한 3가지 사업 중 제2차 시장운영 사업의 독립을 규정하였는데, 이 사업을 계속해서 수행하는 기관은 FNMA였다. 다시 말하면 기존의 FNMA의 명칭을 그대로 사용하게 되었다. 이러한 FNMA의 조직개혁의 취지는 기존의 FNMA의 자산과 부채를 이전함으로써 기존의 FNMA가 담당해 왔던 제2차 시장운영기능을 민간에 위임하는 것에 있었다. 그 배경에는 제2차 시장운영이 민간자금을 의한 자금조달만으로 가능하다고 하는 인식이 있었다. 이와 같이 신생 FNMA는 “정부의 원조를 받는 민간기관(government-sponsored private corporation)”으로 설립되었으며, 그 역할은 제2차 시장지원기능이었다.<sup>161)</sup> 즉 FNMA는 모기지를 매입·매도하는 2차 시장 활동에 집중함으로써 모기지대주의 투자기회 및 모기지의 유동성을 증대시켰다.<sup>162)</sup>

FNMA는 제2차 시장운영사업을 위해 민간에 대해 보통주식, 채무증서의 발행에 추가하여 모기지담보증권(Mortgage-Backed Security; 이하 “MBS”라고 한다)<sup>163)</sup>의 발행권한을 부여받았다. 즉 재무성의 인가를 받

160) 上揭論文, 27~28面.

161) 上揭論文, 28~29面.

162) Robin Paul Malloy, op. cit., at 994.

163) MBS는 발행인이 누구인가에 따라 달리 불리운다. 예컨대, FNMA가 발행한 것은 “Mortgage-Backed Security”, 후술하는 GNMA가 발행한 것은 “Pass-Through Security”, 그리고 후술하는 FHLMC가 발행한 것은 “Participation Certificate”라고 불린다. 상세한 것은 김재정·유병권, 前揭書, 57~79面; 李珣徹, “美國의 모어기지 백크트 씨큐어리티(Mortgage Backed Securiries: MBSs)와 獨逸의 抵當權付債券(Hypothekenpfandbriefe)의 法理的 構造에 관한 研究”, 財産法研究 第8卷 第1號, 1991, 65面; See also LAKHBIR HAYRE, Editor, Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities, NY: John Wiley & Sons, Inc., 2001, pp.1~127; Laurence G. Taff, INVEST-

은 후, FNMA는 보유한 모기지의 일부를 구별하고(set aside), 그와 같이 구별된 모기지군을 보증하는 증권을 발행·매각할 권한을 갖게 된 것이다. 이러한 증권은 증권거래법상의 적용제외증권이였다.<sup>164)</sup>

### 2.1.2.2. 政府國民모기지協會의 設立

1968년 법은 1954년 법상의 FNMA의 특별지원사업과 모기지의 관리 및 청산사업을 새로이 설립된 정부국민모기지협회(Government National Mortgage Association; 이하 “GNMA”라고 한다)로 이전시켰다.<sup>165)</sup> GNMA는 주택도시개발성(Department of Housing and Urban Development; 이하 “HUD”라고 한다)산하의 법인(corporation)으로 설립되었으며, 정부의 특별지원사업과 주택지원프로그램을 책임지게 되었다.<sup>166)</sup>

GNMA는 모기지의 관리 및 청산사업의 일환으로써 새로운 보증제도를 창설하였다. 즉 1968년 법은 GNMA에 일정한 신탁증서(trust certificate) 기타 증권(securities)에 대한 적시의 지급을 보증하는 권한을 부여하였다. GNMA는 이러한 증권의 발행자가 원금 및 이자의 지급을 할 수 없었던 경우, 현금지급을 함과 동시에 이러한 지급에 의해 만족한 권리를 대위한다. 이와 같은 보증의 대가로서 GNMA는 합리적인 보증료를 징수한다.<sup>167)</sup> 그리고 1970년, GNMA가 원리금의 기한대로의 지급보증을 한 최초의 MBS<sup>168)</sup>가 발행되어 투자자에게 유통되었다.<sup>169)</sup> 이상과 같은 GNMA의 보증을 통한 MBS의 유통의 흐름을 그

---

ING IN MORTGAGE SECURITIES, Boca Raton, Florida: CRC Press LLC, 2003, pp. 89~192; William W. Bartlett, THE VALUATION OF MORTGAGE-BACKED SECURITIES, NY: IRWIN, 1994, pp.278~604.

164) 青木則幸, 前掲論文, 29面.

165) 上掲論文, 29~30面.

166) Robin Paul Malloy, op. cit., at 993.

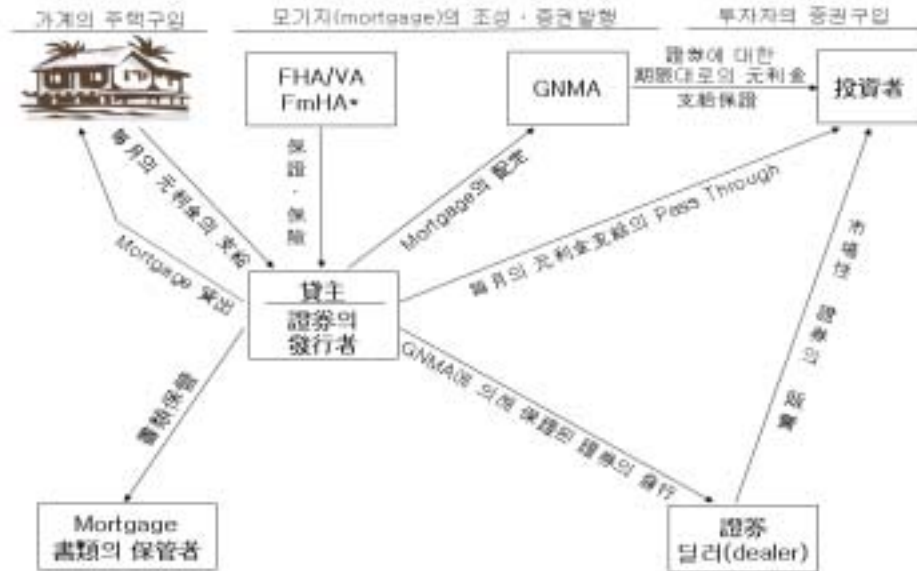
167) 青木則幸, 前掲論文, 30面.

168) 이 MBS를 GNMAI라고 부른다.

169) 이것을 부연하여 설명하면 다음과 같다. GNMA가 보증한 MBS는 FHA·VA의 신용보증부 모기지의 지분권이다. 따라서 이 MBS는 모기지의 대손의 위험성을 부담하지 않는다. 왜냐하면, 이러한 위험은 FHA·VA가 대신 부담하고 있기 때문이

림으로 표시하면 <그림 4>와 같이 표시할 수 있다.

<그림 4> GNMA의 보증증권(GNMA Backed Securities)의 구조<sup>170)</sup>



\*FmHA: 농민주택청(Farmers Home Administration)<sup>171)</sup>

다. 또한, 이 MBS는 FNMA의 매입의 대상이 되어 최종적인 현금화의 길이 확보되었다. 이러한 것들은 MBS가 투자에 수용되기 위한 중요한 전제라고 할 수 있지만, 종래의 모기지는 투자자의 관심을 이끌어 낼 수 없었다. 그 원인의 하나는 현금흐름의 안정성이 조기상환리스크의 존재로 인해 여전히 불충분하였기 때문이다. 이것은 조기상환으로 인한 이자수입의 감소에 관한 문제였다. MBS의 보증제도는 이러한 점을 보완하는 제도인 것이다. 즉 GNMA가 원금 뿐만 아니라 이자의 매월의 적시의 지급을 보증한다는 것은 MAS의 현금흐름을 모기지의 그것으로부터 독립시키는 것을 의미한다. 이로 인하여 GNMA가 발행하는 MBS는 일반적으로 시장성·안전성의 측면에서 재무성 증권과 동등하다고 평가되기에 이르렀다. 青木則幸, 前掲論文, 31~32面.

170) Grant S. Nelson & Dale A. Whitman, op. cit., p.773; 井村進哉, 前掲書, 120面.

171) 1946년 농민주택관리법(the Farmers Home Administration Act)에 의해 설립되었다. Edmund F. Ficek, Thomas P. Henderson, & Ross H. Johnson, op. cit., p.158; 농업성(Department of Agriculture) 산하의 기관으로 주택모기지보험 및 보증프로그램을 운영한다(See Sec. 417, Housing Act of 1949, 42 U. S. C. A. § 1487). 그러나 FmHA모기지보험(FmHA mortgage insurance)은 단지 20,000여 남짓의 소도시(towns)에서만 이용가능하며, 그 규모도 상대적으로 작다. Grant S. Nelson & Dale A. Whitman, ibid., p.773.

## 2.2. 1970年の 緊急住宅金融法

### 2.2.1. 趣 旨

1970년의 긴급주택금융법(Emergency Home Finance Act of 1970; 이하 “1970년 법”이라고 한다)<sup>172)</sup>은 FNMA의 개혁과 연방주택대부모기지공사(Federal Home Loan Mortgage Corporation; FHLMC)의 설립을 규정하고 있다.<sup>173)</sup>

1970년 법의 취지는 전통적 모기지에 대해서도 MBS의 발행을 가능하도록 한 것이었다.<sup>174)</sup> 1968년 법에 의하면 FHA·VA의 신용보증부 모기지에 대해서만 MBS의 발행이 허용되어 있었기 때문이었다.<sup>175)</sup>

1970년에 전통적 모기지의 MBS를 발행할 필요성이 높아진 배경은 저축금융기관의 예금으로부터 예금대체제도로의 자금의 금융기관이탈 현상이 1969년의 금융긴축기부터 발생하기 시작했기 때문이다.<sup>176)</sup> 이러한 현상이 저축대부조합의 경영을 크게 압박하기 시작하였다.

### 2.2.2. 內 容

#### 2.2.2.1. FNMA의 改革

1970년 법은 FNMA가 전통적 모기지까지 매입할 수 있도록 그 권한을 확대하였다.<sup>177)</sup> FNMA의 매입의 대상이 되는 전통적 모기지는

---

172) 전통적 모기지에 관한 2차 시장을 창출한 동법의 입법배경에 관한 상세한 논의에 대해서는 See Peter M. Carrozzo, Marketing the American Mortgage: the Emergency Home Finance Act of 1970, Standardization and the Secondary Market Revolution, 39 Real Prop. Prob. & Tr. J. 765, 768~799 (2005).

173) Robin Paul Malloy, op. cit., at 994; 青木則幸, 前掲論文, 33面.

174) See Jo Anne Bradner, op. cit., at 978.

175) 青木則幸, 前掲論文, 33面.

176) 上掲論文, 33面.

177) Michael H. Shill, op. cit., at 1267.

LTV비율 75%를 초과하지 않는 모기지였다.<sup>178)</sup>

#### 2.2.2.2. 聯邦住宅貸付모기지公社의 設立

1970년 법에 의해 연방주택대부모기지공사(Federal Home Loan Mortgage Corporation; 이하 “FHLMC”라고 한다)가 설립된다.<sup>179)</sup> FHLMC는 연방주택대부은행에 의해 소유된 정부기관으로 설립되었다.<sup>180)</sup>

FHLMC의 매입대상이 되는 모기지는 FHLB제도에 속하는 저축금융기관이 보유한 모기지와 정부기관에 의해 예금보험이 적용되고 있는 상업은행과 같은 금융기관이 보유한 모기지였다.<sup>181)</sup>

FHLMC는 연방주택대부은행으로부터의 차입, GNMA의 보증을 받은 MBS의 발행 등을 통해 2차 시장의 운영자금을 조달하였는데, 특히 FHLMC가 발행하는 증권은 모두 FHLB제도 또는 GNMA에 의한 보증을 받았다.<sup>182)</sup>

FHLMC가 최초로 발행한 MBS는 1971년에 발행한 대출참가증서(participation certificate)라고 불리는 MBS였다. 이것은 GNMA와 같이 FHLMC가 매입하여 보유한 모기지의 일부를 모기지군에서 구별한 것으로 그 지분권을 표창하는 증권이었다. 이 MBS의 대부분은 GNMA의 보증이 아닌 FHLMC자체에 의한 보증이 이루어졌다.<sup>183)</sup>

FHLMC는 FNMA와 함께 2차 시장에서 모기지의 매입 및 매도를 촉진시키기 위한 통일적 기준을 발전시킴으로써 모든 모기지의 시장성을 증대시키고, 그렇게 함으로써 투자자본의 새로운 자금원을 주택 시장으로 유도하고자 하였다.<sup>184)</sup>

178) 青木則幸, 前掲論文, 33~34面.

179) Michael H. Shill, op. cit., at 1267.

180) 青木則幸, 前掲論文, 34面.

181) 上掲論文, 34面.

182) 上掲論文, 35面.

183) 上掲論文, 35面.

184) Robin Paul Malloy, op. cit., at 994; See Michael H. Shill, op. cit., at 1268~1270.

## 2.3. 1984年の 2次모기지市場促進法

### 2.3.1. 趣旨와 背景

1984년에 2차모기지시장촉진법(Secondary Mortgage Market Enhancement Act of 1984; 이하 “1984년 법”이라고 한다)이 제정되었다. 동법의 취지는 민간의 2차 시장으로의 참여를 촉진하고 주택금융시장으로 자금이 유입되도록 하기 위한 것이었다. 이러한 목적을 달성하기 위해서 동법은 증권거래법의 여러 규정을 개정하고, 민간이 발행한 모기지관련증권(privately issued “mortgage related securities”)의 개념을 도입하였다.<sup>185)</sup> 다시 말하면 동법은 정부의 2차 시장 독점을 제거하고자 한 연방의회의 노력의 산물이라고 할 수 있다.<sup>186)</sup>

1980년대에 들어서면서 저축금융기관의 예금흡수력이 저하되고, 그로 인해 1차 시장거래의 자금원이 구조적으로 고갈되어 버리는 현상에 직면하게 되자 투자자의 자금을 활용하여 모기지대출을 하는 거래가 절실하게 요구되기에 이르렀다.<sup>187)</sup>

이러한 경제상황 속에서 MBS의 발행에 의한 2차 시장거래의 유용성이 강조되게 되었다. 1977년부터 1981년까지 모기지관련증권(그 대부분이 pass through형의 MBS)의 발행은 매년 200억 달러에 달하였다. 그리고 1982년에는 540억 달러로 증가하였다. 1983년 말에는 GNMA · FHLMC · FNMA에 의해 보증된 MBS의 발행잔고는 2,430억 달러에 달하였고, 이것은 주택모기지의 잔고의 20%에 상당하는 것이다.<sup>188)</sup>

1984년까지 발행된 MBS는 그 대부분이 정부계기관, 즉 GNMA · FHLMC · FNMA에 의해 발행 내지 보증된 증권이었다. 그런데 장래

---

185) Edward L. Pittman, Economic and Regulatory Developments Affecting Mortgage Related Securities, 64 Notre Dame L. Rev. 497, at 497 (1989).

186) Jo Anne Bradner, op. cit., at 980.

187) 青木則幸, 前掲論文, 38面.

188) 上掲論文, 36~37面.



주택모기지의 수요를 충족하기 위해서는 정부계기관의 MBS뿐만 아니라 민간에 의한 MBS의 발행을 촉진할 필요성이 있었던 것이다. 예컨대, FNMA의 평가에 의하면, 1990년대의 주택수요의 자금을 조달하기 위해서는 1조 6,000억 달러가 필요하다고 하였고, Salomon Brothers의 경우에는 향후 10년 내에 4조 달러가 필요하다고 평가하였다.<sup>189)</sup>

### 2.3.2. 內 容

#### 2.3.2.1. 1934年 證券去來法の 改正

1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)은 증권의 구입 및 보유를 위한 신용이용에 일정한 제한을 가한다(증권거래법 §7). 또한, 동법은 증권브로커(broker) 및 증권딜러(dealer) 등이 당해 거래에 앞선 30일 이내에 분매(distribution)에 참가하고 있던 신규발행증권의 일부인 증권에 기하여 신용거래를 하는 것을 금지한다(증권거래법 §11(d)(1)). 이러한 증권거래법의 적용을 받을 경우 MBS의 발행자는 보증을 받은 모기지를 매입하여 모기지군으로 정리하여 구별하고 증권의 발행이 완료될 때까지 당해 증권에 의한 자금조달을 할 수 없다. 이러한 점이 민간이 발행한 MBS(privately issued MBS), 즉 민간MBS의 발행의 저해요인이라고 생각되었던 것이다.<sup>190)</sup>

본래 MBS의 발행자는 주식을 발행하는 주식회사와 달리 발행기관 자체의 자금조달을 목적으로 하는 것은 아니다. 왜냐하면, 담보목적채산의 보유자인 차주(즉 모기지설정자)와 진정한 대주(즉 MBS의 구입자) 간의 도관체(conduit)로서의 거래를 수행하는 것이기 때문이다. 따라서 MBS의 발행자는 모기지를 매입할 자금을 조달하기 위해서 실제로 증권이 발행되기 전에 모집을 하여 증권의 성립 후에 증권을 매입하는 매매약정을 성립시킬 필요가 있는 것이다. 이러한 거래는 투자

189) 上揭論文, 37面.

190) 上揭論文, 37~38面.

자의 자금으로써 모기지대출을 하는 거래라고 할 수 있다.<sup>191)</sup>

종래 정부지원기관에 의해 발행된 MBS(MBS issued by the government-sponsored entities), 즉 정부계MBS의 발행에 대해서는 증권거래법의 규정이 문제가 되지 않았다. 왜냐하면, 정부계MBS가 증권거래법상의 적용제외증권(exempted security)으로 되어 있었기 때문이다(증권거래법 §3(a)(12), §3(a)(42)). 이에 반해서, 민간MBS는 적용제외증권에 해당하지 않았기 때문에 증권거래법이 법적 진입장벽이라고 생각되었던 것이다.<sup>192)</sup>

그래서 1984년 법에 의해 증권거래법이 다음과 같이 개정되었다. 우선 증권거래법 제3조(a)에 “모기지관련증권(mortgage related security)”이라는 개념이 규정되었다(증권거래법 §3(a)(41)).<sup>193)</sup> 그리고 증권거래법 제7조에 “FRB(the Board of Governors of the Federal Reserve System)가 공익 및 투자자 보호를 위해 채택한 규칙에 따르는 한, 국법증권거래소의 회원(member of a national securities exchange), 증권브로커 또는 증권딜러는 모기지관련증권의 구입 후 180일 이내 또는 FRB가 규칙에서 정한 그것보다 단 기간 내에 대금전액지급의 인도방식에 대한 모기지관련증권의 선의의 지연인도합의를 이유로 본조(증권거래법 §7)의 의미에서 증권 구입을 목적으로 한 신용의 공여 혹은 신용의 유지를 위한 알선을 한 것으로 간주되지 않는다”고 하는 새로운 조항을 마련하였다(증권거래법 §7(g)). 또한, 증권거래법 제11조 (d)에도 “모기지관련증권의 구입 후 180일 이내 또는 증권거래위원회(the Commission)가 규칙으로 정한 그것보다 단 기간 내에 대금전액지급의 인도방식에 대한 모기지관련증권의 선의의 지연인도(a bonafide delayed delivery)를 이유로 신용이 공여되었다고 간주되지 않는다”고 하는 규

---

191) 上掲論文, 38面.

192) 上掲論文, 38~39面.

193) Edward L. Pittman, *op. cit.*, at 514.

정이 마련되었다(증권거래법 §11(d)(1)(ii)).<sup>194)</sup>

1984년 법은 민간MBS를 정부계MBS와 같이 증권거래법의 적용제의 증권으로 한 것은 아니지만, 민간MBS에 관하여 증권의 발행 전 180일 이내에서의 선행거래(forward trading)를 인정함으로써 민간MBS의 발행을 용이하게 하였다고 할 수 있다.<sup>195)</sup>

### 2.3.2.2. 民間MBS에 대한 購入權限의 擴大

민간MBS의 발전을 저해하고 있던 두 번째 요인은 은행법(Glass-Steagall Act) 제16조였다. 동법 제16조는 FRB제도에 가입한 국법은행 및 주법은행이 그 계산에 있어서 증권을 구입할 수 있는 권한을 제한한다. 이러한 제한도 정부MBS에 대한 민간MBS의 불리함을 의미하는 것이었다. 왜냐하면, 은행법은 정부MBS에 대해서는 적용되지 않았기 때문이다. 따라서 은행은 무제한으로 정부MBS를 구입할 수 있었음에 대해 민간MBS의 구입에 대해서는 엄격한 제한을 받았다.<sup>196)</sup>

따라서 1984년 법은 예금금융기관(depository institutions)이 은행법 제16조의 투자제한과 관계없이 민간MBS에 투자하는 것을 허용하였다. 결과적으로 정부계MBS와 민간MBS를 동등하게 취급하게 되었다.<sup>197)</sup>

## 3. 當時期的 住宅金融시스템의 內容

### 3.1. 貯蓄金融機關의 變化와 危機

#### 3.1.1. 貯蓄金融機關의 變化와 發展

저축금융기관은 업무의 측면에서 상업은행과 동질화되어 갔고, 지역적으로는 업무가 확대되었으며, 업무의 다각화가 추진되기에 이르렀

194) Ibid., at 535~537.

195) See Jo Anne Bradner, op. cit., at 980~981.

196) 青木則幸, 前掲論文, 40面.

197) 上掲論文, 41面.

다. 우선 저축금융기관의 예금업무는 1933년 법에 의해 결제성 예금이 금지되었고, 출자증권의 형식의 저축성 예금에 한정되어 있었다. 그러나 이 출자증권도 적립금으로부터 일정한 만기를 갖는 저축증서로서의 성격을 갖게 되면서 상업은행이 제공하는 정기예금과의 구별이 사실상 없어지게 되었다.<sup>198)</sup>

둘째, 저축금융기관도 상업은행과 같이 단점은행제도(unit banking system)의 적용을 받아 1933년 법에 의해 엄격한 제한을 받았지만, 전후의 주택산업의 호황을 계기로 저축금융업계가 성장하는 과정에서 차츰 완화되기에 이르렀다. 지역적 업무규제의 경우 1972년에는 웨스트버지니아(West Virginia) 주와 몬태나(Montana) 주의 2개 주만이 저축대부조합의 지점설치를 금지하고 있을 뿐이었다. 또한, 연방인가 저축대부조합에 대한 지점설치규제는 FHLBB의 재량에 의해 주법과 관계없이 인가되었는데, 최종적으로는 1980년 1월에 모든 주에서 주전역 지점설치를 인가하기에 이르렀다.<sup>199)</sup>

셋째, 주인가 저축대부조합은 지주회사의 설립을 통해 지역적 업무규제의 문제를 해결하였다.<sup>200)</sup> 이러한 주인가 저축대부조합에 의한 지주회사설립의 움직임은 전통적으로 저축금융기관의 비중이 높았던 캘리포니아 주, 텍사스 주 등에서 두드러졌다. 예컨대, 캘리포니아 주에서는 1965년 시점에 50개의 저축대부조합지주회사(Savings and Loan Holding Company)가 설립되어 있었다. 이러한 지주회사는 지점설치가 금지되어 있는 지역에서도 별도의 저축금융기관 자회사를 설립하거나 매수함으로써 진출을 할 수 있었고, 보험업무, 토지개발 및 투자업무

---

198) 井村進哉, 前掲書, 82面.

199) 上掲書, 82~83面.

200) 본래 연방인가 저축대부조합이나 주인가 저축대부조합의 기업형태는 상호회사 형태였지만, 차츰 주식회사형태로 설립되거나 혹은 주식회사형태로 전환하는 것이 가능하게 되었다. 上掲書, 83~84面.

등 저축금융기관에 금지되어 있던 주택금융의 주변업무에도 사실상 무제한 진출할 수 있게 되었다.<sup>201)</sup>

### 3.1.2. 貯蓄金融機關의 危機

1960년대 중반부터 격화된 인플레이션은 시장금리의 상승압력이 되어 금리규제를 받고 있던 저축금융기관의 예금유출, 즉 자금의 금융기관이탈현상을 일으키는 주요한 원인이 되었다. 이러한 자금의 금융기관이탈현상에 대처하기 위하여 상업은행은 양도성예금증서(certificate of deposit; CD), 상업어음(commercial paper; CP), 환매조건부 채권(repurchase agreement; RP) 등과 같이 사실상 자유금리의 금융상품의 도입에 성공하였다. 그러나 저축금융기관은 이러한 신종금융상품의 도입을 지체하였고, 자금조달능력의 제약도 있었기 때문에 상업은행보다도 더 심한 유동성의 위기에 처하게 되었다.<sup>202)</sup>

저축금융기관의 재무체질의 가장 큰 문제점은 자산과 부채의 불일치(mismatch)로 나타난다. 예컨대 저축대부조합은 자산의 85%전후를 25년부터 30년 만기의 소액모기지에 운용하는 한편, 자본조달에 대해서도 마찬가지로 85%전후를 1년 이하의 만기의 저축자본, 즉 소액예금에 의존한다고 하는 재무상의 불균형(unbalance)을 내포하고 있다. 자산운용에서의 모기지에 대한 집중의 요인은 총자산 중 특정의 적격자산을 60%이상 보유함으로써 인한 세제상의 우대조치와 기타의 적격자산에 비해 모기지의 투자이율이 상대적으로 높았다는 점을 들 수 있다. 그 결과 소액·장기의 모기지에 대한 투자자금을 소액의 단기에 금에 의존한다고 하는 『단기차입의 장기대출』의 체질이 재무구조상의 문제점이 되었던 것이다.<sup>203)</sup> 이러한 재무체질은 자금조달측면의 문제

201) 上揭書, 85~86面.

202) 上揭書, 85~86面.

203) See Robin Paul Malloy, op. cit., at 995~996.

점으로 집중적으로 나타난다. 저축금융기관의 예금은 출자지분으로 불렸는데, 이것은 실질적으로 통상의 예금에 가까운 것이었다. 그러나 1960년대까지도 예금수입의 대상이 개인 및 비영리단체에 한정되었고, 1계좌당 최고납입액은 25,000달러에 한정되어 있었을 뿐만 아니라 수표발행계좌 등의 결제성 예금은 전혀 인정되지 않는 제약을 받고 있었다. 따라서 저축금융기관은 신용경색이 발생할 때마다 집중적인 유동성위기에 처할 가능성이 높았던 것이다.<sup>204)</sup>

저축금융기관은 격심한 인플레이션과 고금리의 여파로 유동성 위기에 처했을 뿐 아니라 현저한 수익저하에 빠지게 되었다. 특히 1966년과 1969년의 신용경색기에는 장기금리에 비해 단기금리가 급격하게 상승하여 장단기금리의 역전현상이 나타났고, 이로 인해 저축금융기관으로부터 자금이 급격하게 유출되었다. 저축금융기관은 이에 대처하기 위해서 유동자산을 처분함과 동시에 연방주택대부은행 등으로부터의 차입금에 의존함으로써 유동성의 유지에 노력했지만, 모기지대출액을 감소시킬 정도의 궁지에 빠지게 되었다. 이처럼 저축금융기관의 유동성의 급격한 저하와 이로 인한 모기지대출활동의 정체는 저축금융기관의 수익을 저하시키게 되었다.<sup>205)</sup>

### 3.1.3. 證券化 政策의 推進과 發展

1960년대의 중반이후 나타난 격심한 인플레이션과 고금리는 주택모기지시장의 취약성을 드러내면서 저축금융기관으로부터의 자금유출을 야기하였고, 주택모기지투자의 감소를 초래하였으며, 나아가 주택산업의 침체를 불러왔다. 이에 대해 연방정부와 의회는 다양한 대응책을 강구하였는데, 당시의 정책의 중심은 주택금융시장에서 증권화(securitization) 정책을 추진함으로써 다양한 자금이 유입되도록 하는 것에

204) 井村進哉, 前掲書, 92~96面.

205) 上掲書, 97~98面.

있었다.<sup>206)</sup> 즉 저축금융기관이 보유한 주택모기지를 연방정부의 지원에 의해 유동화함으로써 당시 급속한 성장을 하고 있던 연금기금 등의 기관투자자의 자금이 주택금융시장으로 유입되도록 하고자 한 것이었다.<sup>207)</sup> 구체적으로는 저축금융기관 등의 민간금융기관이 보유한 모기지군(pool)을 기초로 신종의 증권인 MBS를 발행하고 이것에 연방정부가 기한대로의 원금·이자의 지급을 보증한다고 하는 것이었다.<sup>208)</sup>

예컨대, 1968년 법은 FHA·VA의 신용보증부 주택모기지의 증권화를 가능하게 하였다. 즉 FNMA가 보유한 모기지를 구별하여, 그 모기지군의 지분권을 표창하는 증권, 즉 MBS를 발행하고, 이러한 증권의 현금흐름에 대한 GNMA의 보증을 받은 후, 투자자에게 매각하는 거래가 가능하게 된 것이다. 1968년 법상의 GNMA의 보증제도는 2차 시장 거래의 촉진<sup>209)</sup>에 크게 기여하였다.<sup>210)</sup>

1984년 법의 시행 이후에는 MBS를 이용한 2차 시장이 대폭 확대되었다.<sup>211)</sup> 정부계 MBS와 민간 MBS를 포함한 MBS의 연간 발행금액은

206) 上掲書, 101面.

207) 上掲書, 103面.

208) 上掲書, 104面.

209) 모기지대주와 투자자가 2차 시장에 참여하는 이유가 있다. 우선 1차 대주의 입장에서 모기지를 매도함으로써 다음과 같은 이점을 향유할 수 있다. 첫째, 이자율이 상승할 때 높은 이율로 신규 대출에 재투자할 하기 위한 현금을 확보하기 위해서 현재의 모기지를 매도함으로써 보다 높은 수익을 얻을 수 있다. 둘째, 현재의 모기지의 매도로 인해 발생한 현금으로 신규 대출을 함으로써 모기지대출 수수료에 의한 수입을 증대시킬 수 있다. 셋째, 전체 포트폴리오의 크기가 증대할수록 매대출건당 기록유지 및 대출서비스비용이 감소하게 되는 규모의 경제효과 때문에 대출의 규모가 증대 할수록 효율성의 향상을 얻을 수 있다. 이에 대해 모기지관련 증권(mortgage-related security)의 투자자에게는 다음과 같은 이익이 있다. 첫째, 매월의 현금흐름을 제공하는 투자자동일체증권(investment pass-through security)을 매입할 수 있다. 둘째, 만약 이자율이 상승하면, 보다 큰 이익을 얻기 위해 매월의 현금흐름을 보다 높은 수익이 있는 투자대상에 사용할 수 있다. 셋째, 모기지에 관한 유동성이 있는 투자대상을 보유할 수 있다. See Robin Paul Malloy, op. cit., at 1013.

210) 青木則幸, 前掲論文, 30~31面.

211) 레이건(President Ronald W. Reagan) 행정부가 제안한 1981년의 경제회복세법(Economic Recovery Tax Act)은 통상소득의 최고세율을 70%에서 50%까지 축소하였고,

1988년에는 총 2,800억 달러가 되었다.<sup>212)</sup> 그 중에서도 민간 MBS의 신장이 현저하였는데, 1983년의 20억 달러에서 1988년에는 200억 달러로 증가하였다.<sup>213)</sup> 다만, 여기에는 기존의 MBS뿐만 아니라 1980년대 중반에 발전된 다계층모기지증권(Collateralized Mortgage Obligation; CMO)<sup>214)</sup>이나 부동산모기지투자도관체(Real Estate Mortgage Investment Conduit; REMIC)라고 불리는 파생형태의 MBS<sup>215)</sup>도 포함되어 있다.<sup>216)</sup>

### 3.2. 聯邦住宅貸付銀行의 活動

1969년의 신용경색에 대처하기 위해 성립한 1970년 법은 FHLBB에 2억 5천만 달러의 예산을 부여하여 연방주택대부은행의 융자이율의 인하를 규정하였다. 이를 통해 가입기관인 저축금융기관에 대한 유동성자금 공급체제를 강화하였다.<sup>217)</sup>

연방주택대부은행의 자금조달은 주로 가입기관으로부터의 예금과 12개 은행이 발행하는 채권에 의존하고 있었는데, 이러한 자금은 기본적으로 시장금리에 민감하게 반응하는 것이었다. 연방주택대부은행은 1960년대까지는 평균자금조달비용에 거의 상응한 금리를 가입저축금융기관에 대해 부과하였다. 그런데 1970년대 들어서면 융자이율은 연

---

동시에 장기 자본소득(capital gain)과세의 최고세율을 25%에서 20%로 축소시켰는데, 동법아래에서의 자본소득과세의 완화는 부동산 투자 및 상업용부동산의 증권화에 큰 영향을 주었다. 松村 徹・篠原 二三夫・岡 正規, 不動産證券化入門, 東京: シグマベイスキャピタル株式會社, 2000, 84面.

212) Edward L. Pittman, op. cit., at 538.

213) Ibid., at 539.

214) CMO는 FHLMC가 개발한 MBS이다. Robin Paul Malloy, op. cit., at 995~996.

215) 1986년의 조세개혁법(Tax Reform Act of 1986)에 의해 창출된 개념이다. Grant S. Nelson & Dale A. Whitman, op. cit., pp.796~797; REMIC에 관한 상세한 설명은 김재정·유병권, 前掲書, 325面 以下 參照.

216) 青木則幸, 前掲論文, 41面.

217) 井村進哉, 前掲書, 105面.



방주택대부은행의 자금조달비용을 0.5%에서 0.75%정도 하회하는 수준으로 인하될 수 있게 된 것이다.<sup>218)</sup>

그 결과 연방주택대부은행의 용자는 급속하게 팽창하여 역사적 고금리라고 불리는 1982년말에는 660억 달러에 달하였다. 이것은 동년말의 가입저축금융기관이 총자산의 9.2%, 따라서 모기지자산의 14%를 연방주택대부은행으로부터의 차입금으로 조달할 수 있게 되었다는 것을 의미한다. 또한 이것은 1982년말의 전주택모기지의 발행잔고의 5.6%를 차지하는 것이다.<sup>219)</sup>

이와 같이 연방주택대부은행의 유동성자금 공급활동은 1970년대 이후의 고금리하에서 저축금융기관의 중요한 자금조달원천이 되었으며, 나아가 모기지자산의 유동화를 후원하는 역할을 수행하였다.<sup>220)</sup>

### 3.3. FNMA의 活動

GNMA에 특별지원기능 및 모기지의 청산 및 관리기능을 위양하고, 1968년에 민영기관으로 재출발한 FNMA도 GNMA와 같이 모기지 업무의 대상을 점차 확대하여 갔다.<sup>221)</sup> 그 중에서도 1972년 2월에 인가된 전통적 모기지의 구입권한은 그 후 FNMA가 그 활동의 중심을 전통적 모기지로 옮겨가게 되는 전기가 되었다.<sup>222)</sup>

FNMA의 업무활동의 중심은 경쟁입찰을 통해 시장가격으로 모기지를 매입하는 것이었다. 이 경우 주로 협력방식(tandem plan)<sup>223)</sup>에 의해 GNMA로부터 구입하는 활동이 중심이 되었는데, 1970년부터 1983년

218) 上揭書, 108面.

219) 上揭書, 108面.

220) 上揭書, 108~109面.

221) See Grant S. Nelson & Dale A. Whitman, op. cit., pp.788~792.

222) 井村進哉, 前揭書, 113面.

223) 협력방식(Tandem plan)이란 저이율의 주택대출을 제공하기 위한 GNMA와 FNMA의 공동프로그램(joint program)을 말한다.

에 걸친 14년간의 구입총액은 1,090억 달러에 달하였다. 이것은 동시기의 FHA·VA모기지의 창출총액의 12.9%, 전통적 모기지의 창출총액의 4.5%에 상당하는 것이었다. 이러한 구입활동은 말할 필요도 없이 1970년대 이후의 급격한 금리상승기에 모기지의 가격하락에 시달리던 저축금융기관에게 모기지자산의 유동화의 중요한 수단이 되었다고 할 수 있다.<sup>224)</sup>

이와 같이 FNMA는 2차 시장에서의 유력한 모기지의 매입유지기관이 되었고, 그 결과 FNMA의 모기지 포트폴리오는 1970년대 이후 급격하게 팽창하여 1985년 말에는 주택모기지 발행잔고의 6.2%에 상당하는 993억 달러에 달하였다.<sup>225)</sup>

### 3.4. GNMA의 活動

구FNMA의 특별지원기능과 모기지의 청산 및 관리기능을 승계한 GNMA는 1970년대 이후 일관하여 그 기능을 확대하게 된다.<sup>226)</sup> 예컨대, 당초 FHA·VA모기지 중에서도 1~4세대 가족용 주택모기지에 한정되어 있던 업무의 대상은 다가족용 모기지로 확대되었는데, 1970년대 중반이후에는 다양한 종류의 프로젝트 모기지(project mortgage)등에까지 확대되었다.<sup>227)</sup>

GNMA의 특별지원기능이란 모기지의 창출 직후에 시장에서 액면가격이하가 될 것이 확실한 저소득자용 주택모기지 등을 저축금융기관 등으로부터 액면가격으로 매입하는 활동을 말한다. 이것은 주로 1970년 12월에 인가된 FNMA와의 협력방식을 통해 행하여질 수 있게 되었다. 협력방식이란 저소득자용의 표면이율이 낮은 모기지에 대해 GNMA

---

224) 井村進哉, 前掲書, 113面.

225) 上掲書, 113面.

226) See Grant S. Nelson & Dale A. Whitman, op. cit., pp.792~797.

227) 井村進哉, 前掲書, 109~110面.

가 모기지대출 이전부터 매입계약을 하여 구입하고, 시장가격으로 FNMA에 매각한다고 하는 전형적인 모기지의 시장격리정책을 의미한다. 그리고 이것이 1970년대 이후 GNMA의 업무활동의 중심이 되었다.<sup>228)</sup>

이와 같은 GNMA의 업무활동의 결과, GNMA의 1970년부터 1983년까지의 14년간의 구입규모는 약 300억 달러에 달하였다. 이것은 14년간의 FHA·VA모기지의 대출총액의 6.9%에 상당하는 규모였다.<sup>229)</sup>

### 3.5. FHLMC의 活動

1970년 법에 의해 전통적 모기지를 중점으로 한 업무기관으로 설립된 FHLMC는 1970년 이후 GNMA와 FNMA와 같이 대상이 되는 모기 지나 금융기관을 확대하여 갔다.<sup>230)</sup> 민영기관으로서의 FHLMC의 업무는 FNMA와 같이 시장을 기초로 주택모기지를 매입하는 것이 원칙이었다. 그러나 FNMA와 다른 점은 FHLMC의 업무를 통해 취득한 모기지가 FHLMC자체의 포트폴리오에 그대로 보유되는 것이 아니라 대출 참가증서(participation certificate)에 편입되어 매각된다고 하는 점이다. 그 결과 FHLMC는 그 자산매각에 의해 비교적 금리변동위험에 노출되지 않고, 구입 모기지의 유동화에 성공하였다. 그런데 그 자산규모는 FNMA에 비해 작았다. 1970년부터 1983년까지 14년간의 FHLMC의 업무규모는 733억 달러에 달하였는데, 이것은 동일한 14년간의 전통적 모기지의 대출총액의 4%를 점하는 활동이었다.<sup>231)</sup>

이와 같이 FHLMC의 업무활동은 전통적 모기지 시장에서의 자산유동화에 있어서 중요한 역할을 담당하였다고 할 수 있다.<sup>232)</sup>

228) 上掲書, 111面.

229) 上掲書, 111面.

230) See Grant S. Nelson & Dale A. Whitman, op. cit., pp.788~792.

231) 井村進哉, 前掲書, 114~115面.

232) 上掲書, 115~116面.

#### 4. 小 結

첫째, 사업의 다각화와 업무범위의 확대를 통해 발전하던 저축금융기관은 1960대 중반 이후 순환적으로 발생한 격심한 인플레이션과 고금리현상의 영향으로 유동성의 위기와 수익률의 저하라고 하는 위기를 겪게 되었다. 이로 인해 주택모기지시장의 위축과 주택산업의 침체가 수반되었으며, 이에 대한 대응책으로 연방정부는 주택모기지의 증권화 정책을 적극적으로 추진하게 되었다.

둘째, 연방주택대부은행은 융자이율을 인하하여 저축금융기관의 자금조달에 대한 직접적인 원조를 강화하였으며, 그 기능을 확대하였다.

셋째, FNMA, GNMA, FHLMC의 3개 공적 금융기관은 그 업무의 대상을 FHA·VA의 정부보험·보증부 모기지에서 전통적 모기지로 확대하였고, 모기지의 유동화(securitization)의 진전과 2차 시장의 활성화에 중요한 역할을 수행하였다.

넷째, 모기지자산의 유동화조치로서 MBS가 도입되었는데, 이것은 민간금융기관이 보유하는 모기지를 유동화하여 모기지시장으로 다양한 자금이 유입되도록 하는 기능을 하였다. 특히 MBS는 1960년대 이후 연방정부가 체계적으로 추진해 온 모기지시장에 대한 지원정책의 정점에 선 정책기축이었다고 평가할 수 있을 것이다.<sup>233)</sup>

---

233) 上掲書, 127面.

## VI. 金融危機克服期の 住宅金融시스템

### 1. 時代的 背景

저축금융기관을 둘러싼 환경은 1970년대 말부터 크게 변화한다. 역사적인 고금리현상을 배경으로 한 자금시장뮤추얼펀드(money market funds or money market mutual funds; MMMF)의 급성장에 의한 자금의 금융기관이탈현상의 발생,<sup>234)</sup> 그것을 구제할 목적으로 행하여진 금리자유화 및 업무범위의 확대에 의한 금융기관의 투기적 경영, 그리고 예금금융기관 상호간의 경쟁의 격화, 나아가 비은행 금융(nonbank banking)의 대두, 레이건 행정부의 규제완화(deregulation) 정책, 특정지역에서의 원유가격 또는 부동산 가격의 폭락 등의 다양한 요인들이 더해져 1980년대 후반에 이하의 <표 2>에서 보는 바와 같이 저축금융기관이 대량 도산하는 현상이 발생하기에 이르렀다.<sup>235)</sup>

<표 2> 연방부보저축금융기관의 도산(1989-1998)<sup>236)</sup>

연 도	연방부보저축금융기관의 수	도산의 수	도산처리기관
1989	3,087	318	RTC
1990	2,815	213	RTC

234) 1977년 가을, 증권회사인 메릴린치(Merrill Lynch)사에 의해 증권종합계좌(cash management account; CMA)가 발매되자 이것을 계기로 MMMF는 미국에서 급속한 성장을 해 갔다. 1974년 말에는 24억 달러에 불과했던 MMMF의 자산잔고는 1980년에는 744억 달러, 이어서 1984년 말에는 2,135억 달러로 성장하였다. 이와 같은 성장에 박차를 가한 것은 1979년부터의 인플레이션에 수반된 시장금리의 급등이었다. 예금금융기관은 자금시장양도성예금증서(money market certificates; MMC)로써 대항하였지만 MMMF의 성장을 막지 못했고, 특히 저축대부조합(S & L)으로부터의 예금유출현상이 심화되었다. 자금시장양도성예금증서(MMC)는 만기가 7일 이상이며, 최소발행단위가 2,500달러인 정기예금이다. 윤용로, 금융개혁, 서울: 매일경제신문사, 1997, 230面.

235) 정용상·정대, 前掲書, 58面.

236) David S. Kidwell, Richard L. Peterson, & David W. Blackwell, Financial Institutions, Markets, and Money, 7th ed., Orlando, FL: The Dryden Press, 2000, p.522.

VI. 金融危機克服期の 住宅金融시스템

연 도	연방부보저축금융기관의 수	도산의 수	도산처리기관
1991	2,561	144	RTC
1992	2,390	59	RTC
1993	2,262	9	RTC
1994	2,152	2	RTC
1995	2,030	2	RTC
1996	1,925	1	FDIC-SAIF
1997	1,780	0	FDIC-SAIF
1998	1,687	0	FDIC-SAIF

1979년에 5,164개의 저축금융기관 가운데 4,363개가 연방예금보험에 가입되어 있었다. 그러나 1998년 말에는 단지 1,687개의 연방부보저축 금융기관만이 남아있다. 수많은 저축금융기관이 합병되거나 인수되거나 은행으로 전환(bank charters)하였고, 상당수의 저축금융기관은 청산되었다. 정리신탁공사(RTC)가 운영되었던 7년 동안에 연 100개 이상의 저축금융기관이 도산하였다.

## 2. 住宅金融改革立法

### 2.1. 住宅金融改革의 概要

1980년대와 1990년대 초에 저축금융기관은 심각한 위기에 처하게 되었는데, 그 기본적인 이유 중의 하나는 저축금융기관들이 너무 과도한 이자율위험(interest rate risk)을 부담하고 있었기 때문이었다. 즉 그것은 단기의 저축예금(savings deposits)으로 장기의 모기지에 자금을 조달하는 점에서 기인하였다. 그래서 1989년에는 318개, 1990년에는 213개, 1991년에는 144개의 저축금융기관이 도산하게 되었다.<sup>237)</sup>

저축금융기관의 도산이 증가하게 되면서 연방저축대부보험공사(FSLIC)는 도산한 저축금융기관의 예금자들에게 변제할 자금이 부족하게 되었다. 그래서 부보예금자에게 변제하는 것을 회피할 목적으로 저축금

<sup>237)</sup> Ibid., p.522.

용기관을 폐쇄시키는 대신에 그들을 위하여 합병과 인수를 조율시켜 주었다. 그러나 불행하게도 취약한 저축금융기관의 일부 새로운 인수자가 싼 자금을 모으기 위해서 부보예금을 이용하였고, 나아가 더 많은 위험을 부담하였다.<sup>238)</sup>

결국 문제가 심각하게 되자 연방의회는 연방저축대부보험공사를 해체시켜 버리고, 연방예금보험공사의 관리 하에 저축금융기관을 위한 보험기금을 만들게 되었다. 그래서 연방예금보험공사는 은행보험기금(Bank Insurance Fund; BIF)과 저축기관보험기금(Savings Association Insurance Fund; SAIF)의 두 기금을 관리하게 되었다. 나아가 연방저축대부보험공사의 채무와 자산을 청산하기 위해서 연방저축대부보험공사정리기금(FSLIC Resolution Fund; FRF)을 만들었다. 또한 도산한 저축금융기관을 청산할 목적으로 정리신탁공사(Resolution Trust Corporation; RTC)를 설립하였다.<sup>239)</sup> 전체적으로 볼 때, 연방의회는 1989년의 금융기관개혁재건집행법과 1991년의 연방예금보험공사개선법의 통과와 함께 자본요건과 감독규제에 관하여 저축금융기관에 보다 엄격한 요건을 부과하도록 하였다.<sup>240)</sup>

## 2.2. 住宅金融改革立法의 內容

### 2.2.1. 1989년의 金融機關改革再建執行法

#### 2.2.1.1. 立法背景

1970년대 말부터 1980년대를 통해 진행된 다양한 금융규제완화<sup>241)</sup>는

238) Ibid., pp.522~523.

239) 정용상·정대, 前掲書, 70面.

240) 그 결과 정리신탁공사가 1995년에 부실저축금융기관을 청산하는 것을 완료하자 저축금융기관의 도산은 급감하게 되었다. 1996년부터 1998년 사이에는 단 하나의 연방부보저축금융기관만이 도산하였다. David S. Kidwell, Richard L. Peterson, & David W. Blackwell, op. cit, p.523.

241) 예금금리규제의 철폐, 예금금융기관, 특히 저축대부조합의 업무범위의 확대, 자

저축금융기관의 경영을 향상시켜 경영위기에 빠져있던 저축금융기관을 구제할 목적으로 행하여졌음에도 불구하고 반대로 금융기관 상호간의 경쟁을 격화시킴으로써 저축금융기관을 위험성이 높은 투기적 사업으로 몰아가게 하였다.<sup>242)</sup> 그 결과, 대량의 문제 저축금융기관이 출현하게 되었고,<sup>243)</sup> 나아가 연방저축대부보험공사도 파탄의 상황에 직면하게 되었다. 회계검사원(U.S. General Accounting Office; GAO)은 연방저축대부보험공사가 1988년 말에 이르러서는 적어도 560억 달러의 채무초과에 빠지게 될 것이라고 예측하였다.<sup>244)</sup> 이러한 상황에 대처하기 위하여 1989년의 금융기관개혁재건집행법(Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act; 이하 “FIRREA”라고 한다)<sup>245)</sup>이 제정되었다.<sup>246)</sup>

#### 2.2.1.2. 主要内容

첫째, 저축금융기관에 대한 감독기관과 예금보험기관 간의 독립성이 결여되어 있었다는 점에 대한 반성으로 연방주택대부은행이사회 및 연방저축대부보험공사를 폐지하고(동법 제401조), 새로이 규제감독 및 면허교부기능을 갖는 저축금융기관감독청(Office of Thrift Supervision)

---

기자본규제를 비롯한 감독당국의 규제완화 등을 가리킨다. 그 중에서도 특히 주인가 저축대부조합(1980년의 시점에 보험가입저축대부조합 중 51%가 주법면허였다)에 대한 주당국, 예컨대 캘리포니아 주·텍사스 주·플로리다 주당국에 의한 규제완화는 현저하였다.

242) 저축금융기관에 대한 감독당국의 규제가 약화된 것이 원인이 되어 다수의 저축금융기관의 도산 사례에서 내부자거래, 사기 또는 법률 등의 위반이 발견되었다. 감독당국의 종합적 평가에 따르면 저축금융기관도산의 40%가량은 이것이 직·간접적인 원인이 되었다고 한다. See H. Rept. No. 54 (I), 101st Cong., 1st Sess. at 300 (1989).

243) 1988년 말, 전보험가입저축금융기관 2,949개 가운데 364개가 “일반적으로 승인된 회계원칙(Generally Accepted Accounting Principles; GAAP)”에 기한 자기자본비율이 0%를 하회하고 있었고, 다시 390개가 0~3%사이에서 경영을 계속하고 있었다.

244) See H. Rept. No. 54 (I), 101st Cong., 1st Sess. at 304 (1989).

245) Pub. L. No. 101-73, 103 Stat. 183.

246) 정용상·정대, 前掲書, 71面.



을 재무부 산하에 설립함과 동시에 예금보험기능을 연방예금보험공사로 이전하였다. 이에 따라 연방예금보험공사에는 은행보험기금(Bank Insurance Fund; 이하 “BIF”라고 한다) 및 저축기관보험기금(Savings Association Insurance Fund; 이하 “SAIF”라고 한다)이라는 두 개의 독립기금이 마련되게 되었다(동법 제211조).

둘째, 도산한 저축금융기관을 신속하고 효율적으로 처리할 목적으로 연방저축대부보험공사정리기금(FSLIC Resolution Fund), 정리자금조달공사(Resolution Funding Corporation; REFCORP)<sup>247)</sup> 및 정리신탁공사(Resolution Trust Corporation)가 창설되었다(동법 제215조, 제511조, 제501조).<sup>248)</sup>

## 2.2.2. FIRREA上的 改革措置

### 2.2.2.1. 貯蓄金融機關에 대한 規制

FIRREA는 저축금융기관에 대한 규제에 관하여 저축금융기관의 인가기준을 엄격히 하였고, 리스크 높은 자산의 제한을 강화하였으며, 다양한 벌칙규정을 마련하였다.

첫째, FIRREA는 저축금융기관의 인가기준을 엄격히 하는 한편, 적격자산 중 리스크가 높다고 판단되는 상업용부동산관련 자산 및 정크본드(junk bond)에 대한 투자 등을 대폭 제한 내지 금지하는 조치를 채택하였다.<sup>249)</sup>

둘째, FIRREA는 연방인가저축금융기관에 대해 직·간접을 불문하고 제3자인 브로커로부터 예금을 수입하는 것을 원칙적으로 금지하는 조치를 취하였다. 그러나 다른 한편으로는 연방인가저축금융기관에게 법인기업을 제외한 모든 고객으로부터 요구불예금을 수입하는 것을 처

247) RTC의 도산처리비용을 조달할 목적으로 설립되었다. 1990년과 1991년에 300억 달러의 장기채권을 발행하여 자금을 조달하는 것으로 되었다. 井村進哉, 前掲書, 231面.

248) 정용상·정대, 前掲書, 72~73面.

249) 井村進哉, 前掲書, 209~215面.

음으로 인정하는 규제완화조치를 취하였다. 이로써 저축금융기관은 적어도 가계부문에 대한 수표계정의 제공이 전면적으로 가능하게 되어 법인기업거래를 제외하면 상업은행과 전혀 다르지 않은 예금상품을 제공할 수 있게 되었다.<sup>250)</sup>

셋째, FIRREA는 연방인가저축금융기관에 대해 국법은행과 동일한 수준의 자기자본을 유지하도록 의무화함으로써 자기자본규제를 강화하였다.<sup>251)</sup>

넷째, FIRREA는 저축금융기관의 경영파탄의 위기에 대한 타개책으로 저축금융기관에 대한 매수 및 합병규제를 완화하였다. 그 결과 상업은행에 의한 저축금융기관의 매수가 촉진되었다.<sup>252)</sup>

#### 2.2.2.2. 貯蓄機關保險基金의 創設

재정적으로 파탄한 연방저축대부보험공사(FSLIC)를 청산하고, 그에 갈음하여 연방예금보험공사(FDIC) 내에 저축금융기관을 대상으로 한 저축기관보험기금을 창설하였다. SAIF는 BIF와 독립하여 운영되도록 하였다. 따라서 FDIC는 상업은행과 저축금융기관의 예금보험을 총괄하는 기관으로 확대되었고, 나아가 도산처리기관으로서의 정리신탁공사와 연방저축대부보험공사정리기금도 총괄하게 되었다.<sup>253)</sup>

#### 2.2.2.3. 聯邦住宅金融理事會의 創設

FHLBB가 해체됨에 따라서 12개의 연방주택대부은행은 신설된 연방주택금융이사회(Federal Home Finance Board; 이하 “FHFB”라고 한다)의 감독 하에 놓여지게 되었다. FHFB는 주택금융영역에서 중앙은행적인 공적금융의 담당기관으로서 독자적 지위를 확보하게 되었다. 이

---

250) 上掲書, 216~217面.

251) 上掲書, 218~220面.

252) 上掲書, 220~222面.

253) 上掲書, 226面.

러한 기구개혁조치에 의해 연방주택대부은행제도로의 가입자격이 종래의 저축금융기관 뿐만 아니라 상업은행 및 신용협동조합(credit union)까지 확대되었다. 즉 자산의 10%이상을 주택모기지로 보유하는 경우 연방예금보험에 가입한 상업은행 및 신용협동조합도 이 제도에 가입하여 예금을 설정하고 융자를 받을 수 있게 되었다.<sup>254)</sup>

#### 2.2.2.4. 貯蓄金融機關監督廳의 創設

FHLBB가 해체됨으로써 종래 FHLBB가 보유하고 있던 면허부여, 규제 및 감독기능은 재무성 내에 새로이 설치된 저축금융기관감독청(Office of Thrift Supervision; 이하 “OTS”라고 한다)이 승계하게 되었다. 이렇게 함으로써 신용공여기능을 담당하는 연방저축대부은행과 도산처리를 담당하는 연방예금보험공사로부터 분리되어 오직 규제 및 감독기능만을 OTS가 담당하게 되었다.<sup>255)</sup>

#### 2.2.2.5. 整理信託公社의 創設

저축금융기관의 도산처리를 수행하는 긴급원조(bailout)기관으로 정리신탁공사(Resolution Trust Corporation; 이하“RTC”라고 한다)가 한시적으로 설립되었다.<sup>256)</sup> RTC는 ① FSLIC가 남긴 도산 저축금융기관과 1989년1월 1일부터 1992년까지 새로이 도산한 저축금융기관의 처리, ② 연방자산처분협회(Federal Asset Disposition Association; FADA)<sup>257)</sup> 자산의 처리 및 ③ 1988년 중에 행하여진 FSLIC의 도산처리의 재평가를 담당하였다.<sup>258)</sup>

254) 上掲書, 233面.

255) 上掲書, 232面.

256) RTC의 존속기간은 5년이었다.

257) FHLBB가 1985년 FSLIC의 부동산자산을 관리, 처분하는 기관으로 설립하였지만, FIRREA의 성립 후 6개월 이내에 청산되었다. See Lee Davison, Politics and Policy: The Creation of the Resolution Trust Corporation, FDIC Banking Review, Volume 17, No.2(2005), p. 39.

258) RTC는 1989년 8월 설립되었고, 연방의회가 1993년 RTC청산법(the RTC Completion

RTC는 독자적인 임원이 없이 FDIC의 임원이 그대로 겸임하고, FDIC의 방식에 따라 도산처리를 하는 사실상의 FDIC의 일부국이다. 그러나 동시에 RTC가 저축금융기관위기의 타개의 중심부분을 담당한다는 점에서 재무성 장관, FRB 의장, 주택도시개발성 장관 등의 위원으로 구성되는 RTC의 감독위원회(Oversight Board)가 설치되었다. RTC의 감독위원회가 RTC를 감독하고, 도산처리정책의 틀을 결정하였다.<sup>259)</sup>

### 3. 小 結

FIRREA는 저축금융기관의 인가기준을 강화하였고, 리스크가 높은 상업용부동산 및 정크본드에 대한 투자를 제한하였으며, 자기자본규제를 강화함으로써 저축금융기관의 건전성을 확보하고자 하였다. 반면에 법인기업이외의 모든 고객으로의 요구불예금의 제공을 허용하는 규제를 완화조치를 취하였다. 나아가 저축금융기관에 대한 M&A에 관한 규제를 완화함으로써 저축금융기관업계의 구조조정을 촉진하고자 하였다.

한편, FIRREA에 의해 저축금융기관에 대한 공적 규제 및 감독시스템은 크게 변화하였다. FHLBB가 해체됨에 따라서 FHFBB가 창설되었고, FHLBB가 보유하고 있던 저축금융기관에 대한 규제 및 감독권은 재무성 산하에 신설된 OTS로 이전되었으며, FSLIC는 청산되고, FDIC 내의 독립된 기금으로 SAIF가 창설되었다. 한편, 도산한 저축금융기관의 처리를 목적으로 RTC가 설립되었다. 이와 같은 주택금융제도의 개혁은 1930년대 확립된 주택금융에 관한 뉴딜시스템의 종언이라고 평가할 수 있을 것이다.<sup>260)</sup> FIRREA에 의한 저축금융기관에 대한 규제감독시스템은 이하의 <그림5>로 표현할 수 있다.

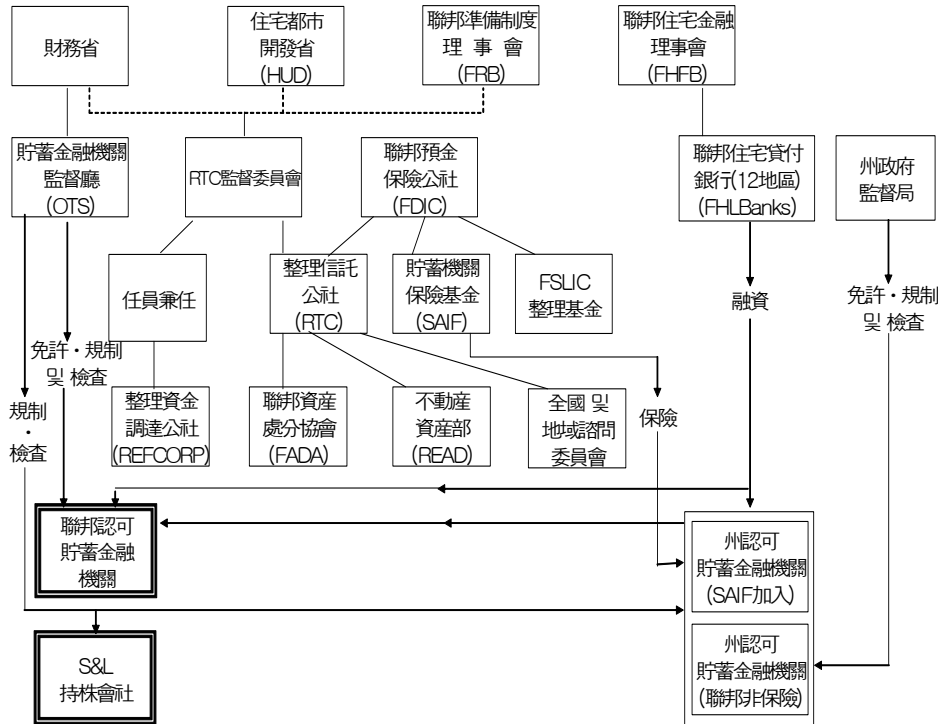
---

Act of 1993)을 통과시킴으로써 1995년 12월 폐쇄되었는데, RTC의 자산과 부채는 FDIC로 승계되었다.

259) See Lee Davison, op. cit., pp.17~38; 井村進哉, 前掲書, 229~231面.

260) 上掲書, 235面.

<그림 5> FIRREA에 의한 저축금융기관에 대한 규제감독시스템<sup>261)</sup>



261) 上掲書, 227面.

## VII. 1990年 以後의 住宅金融시스템

### 1. 住宅金融市場의 變化

#### 1.1. 住宅金融手段

##### 1.1.1. FHA·VA모기지의 比重 低下

주택모기지시장에서 FHA·VA모기지의 지위가 변화하였다. 모기지 대출시장에서 30%이상을 점하고 있던 FHA·VA모기지의 금액이 1972년경부터 20%전후로 비중이 낮아지더니 1990년대에 들어서는 10%정도로 떨어졌다. 이로 인해 주택모기지의 발행잔고도 FHA·VA모기지가 장기적으로 비중이 낮아졌는데, 1998년 말에는 14.6%까지 떨어졌다.<sup>262)</sup>

이러한 FHA·VA모기지의 비중저하의 원인은 첫째, 1970년대 이후 FHA·VA의 보험·보증에 없는 전통적 모기지에 대한 유동화 조치가 강화되었다는 점에서 찾을 수 있다. FHLMC와 FNMA를 중심으로 한 공적금융기관은 업무대상 및 MBS의 편입대상을 전통적 모기지에 대해서도 차츰 확대하였다. 그리고 이러한 지원정책이 직접적으로 모기지의 유동성을 제고하게 되어, 저축금융기관이나 상업은행이 용이하게 전통적 모기지의 창출에 주력할 수 있게 되었던 것이다.<sup>263)</sup>

둘째, FHA모기지의 경우 부보대상이 된 주택가격이나 보험요율의 경직성이 발견되었고, VA모기지의 경우 차주가 체대군인이라는 점에서 일정한 제약이 있었다. 이 때문에 전통적 모기지, 특히 민간보험부의 그것에 비해 상대적 유리성이 상실되었다. 예컨대, FHA의 부보대상이 되는 주택에는 각각의 지역에 따른 가격의 상한이 설정되어 있었는데, 1970년대 후반의 인플레이션과 주택가격의 상승으로 인하여

262) 上揭書, 290面.

263) 上揭書, 291面.

## VII. 1990年以後의 住宅金融시스템

부보의 대상이 되는 주택이 제한을 받기에 이르렀다. 더욱이 1982년에는 FHA의 재정기반을 강화할 목적으로 수익자 부담을 강화하여 FHA의 보험료가 대폭 인상되기에 이르렀다. 또한, 종래 보증료를 징수하지 않던 VA도 1982년의 종합조정법(Omnibus Reconciliation Act)을 통해 보증료를 부과하게 되었다. 이에 대해 채무불이행(default)의 비율이 낮은 모기지가 대상이 되는 민간보험의 보험요율은 FHA·VA의 그것보다도 낮았던 것이다.<sup>264)</sup>

### 1.1.2. MBS의 擴大

주택금융시장에서 증권화를 담당하는 금융수단인 MBS가 모기지유동화기구 및 금융기술혁신의 결과 급성장하여 2차 시장에서 차지하는 비중이 크게 상승하였다. 기존의 MBS뿐만 아니라 1980년대 중반에 발전된 CMO 및 REMIC라고 불리는 파생형태의 MBS의 발행도 크게 증가하였다.<sup>265)</sup>

## 1.2. 住宅金融機關

### 1.2.1. 모기지會社의 成長

FHA·VA모기지의 창출에 특화를 해 왔던 모기지회사는 FHA·VA모기지시장전체의 지위저하에도 불구하고, FHA·VA모기지시장의 점유율을 80%까지 확대하였다. 나아가 전통적 모기지의 창출에서도 50%정도의 시장점유율(market share)를 차지할 정도로 성장을 하였다. 이와 같이 모기지회사는 주택금융시장에서 저축금융기관의 지위가 약화되는 과정에서 크게 그 지위를 강화하였다.<sup>266)</sup> 특히 1980년대 이후

---

264) 上揭書, 292面.

265) 上揭書, 293~296面.

266) 上揭書, 296~297面.

의 모기지회사업계를 보면 대형금융기관의 자회사 및 GE, GM 등과 같은 거대기업의 금융자회사가 높은 시장점유율을 차지하고 있다.<sup>267)</sup>

### 1.2.2. 貯蓄金融機關의 萎縮

1990년대 들어서면서 두드러진 현상은 주택금융시장에 있어서 저축금융기관의 지위가 크게 위축되고 약화되었다는 점이다. 1970년대 중반까지 주택금융시장에서 저축금융기관은 FHA·VA모기지의 15%, 전통적 모기지의 60%정도의 시장점유율을 확보하였고, 전주택모기지에 서도 40%이상의 시장점유율을 유지하였다. 그러나 1990년대 이후에는 전주택모기지의 창출에서도 20%이하로 급락하였다. 이것은 1980년대의 저축금융기관의 대량 도산과 그 이후의 저축금융기관의 구조조정 의 결과를 반영한 현상이라고 할 수 있을 것이다.<sup>268)</sup>

### 1.2.3. 商業銀行의 業務轉換

1980년대 들어서 상업은행은 소매금융(retail banking)업무로의 전환을 강력하게 추진하였다. 그 배경에는 상업은행의 전통적 업무인 상공업대출수요의 신장세의 둔화현상이 있다.<sup>269)</sup>

상업은행이 주택대출시장 및 소비자대출시장으로의 진출을 본격화하면서,<sup>270)</sup> 1990년대 소비자대출과 부동산대출이 급증하였다. 특히 주택모기지의 비중이 1970년대 이후의 증권화의 진전에 따라 유동화의 길이 열려지면서 급속하게 증가하였다.<sup>271)</sup>

267) 上掲書, 301面.

268) 上掲書, 297, 324面.

269) 上掲書, 325面.

270) 대형 상업은행은 소매금융시장의 네트워크를 구축할 목적으로 저축금융기관의 매수를 추진하였다.

271) 井村進哉, 前掲書, 326~328面.



#### 1.2.4. 公的金融機關의 役割 維持

주택금융시장의 증권화과정에서 공적금융기관은 주도적으로 다양한 혁신적인 금융수단을 개발하여 주택금융시장을 크게 변모시켰다. 그렇지만, 공적금융시스템이 축소된 것은 아니다. 즉 주택금융시장에 있어서 연방정부기관의 대출잔고의 비중은 저하되지 않았으며, 오히려 보증업무를 중심으로 공적금융프로그램이 확대되었다.

1970년대 이후의 닉슨행정부와 레이건행정부 하에서 연방정부기관이 직접 실시하는 일부의 저리융자프로그램이 폐지되는 등 복지국가적 시책은 후퇴하였다. 그러나 다른 한편으로 1970년대 이후 저축금융기관에 대한 유동성 자금의 공급을 담당한 연방주택대부은행의 용자나 채용자 자금의 공급을 담당한 GNMA, FNMA 등의 모기지보유잔고는 급증하였다. 또한, 신용리스크의 증대를 반영한 FHA·VA의 대위변제도 급증하였다.

첫째, 연방주택대부은행의 용자는 1970년 법, 즉 긴급주택금융법의 예산조치에 의해 시장금리이하의 용자가 가능하게 되어 저축금융기관에 대한 항구적인 용자기관으로 그 역할이 확대되었다.<sup>272)</sup>

둘째, GNMA, FNMA에 의한 모기지업무도 시장금리가 급등할 때마다 증대하였을 뿐만 아니라 GNMA, FNMA, 및 FHLMC에 의한 MBS에 대한 원리금의 지급보증은 급속히 확대되어, 1990년대말에는 모기지잔고의 45%를 돌파하기에 이르렀다.<sup>273)</sup>

다만, FHA·VA의 보험·보증은 후퇴하였다. 1970년대 이후 FHA·VA의 보험·보증은 누적적자가 현실화되었지만, 동일한 보험요율을 유지하는 등 경직적인 보험·보증시스템을 유지하였다. 이러한 배경하에 민간주택보험회사가 리스크가 적은 주택구입자를 대상으로 저보

---

272) 上揭書, 315~316面.

273) 上揭書, 316~317面.

험요율의 상품을 도입하여 급속한 성장을 하였다. 그 결과 FHA의 피보험자에게는 비교적 리스크가 높은 주택구입자가 남게 되었기 때문에 FHA기금의 재정상태는 점차 악화되었다. 그래서 FHA의 보험료가 대폭 인상되기에 이르렀고, VA보증료도 징수되기에 이르렀다. 그 결과 FHA·VA의 보험·보증에 대한 민간모기지보험의 상대적 장점이 부각되면서 FHA·VA의 시장점유율은 떨어지게 되었다.<sup>274)</sup>

## 2. 1990年の 住宅法の 内容

### 2.1. 立法의 背景

1990년 주택법이 성립한 배경에는 1980년대의 레이건 행정부에서 드러난 도시 및 주택정책과 사회정책 측면에서의 연방정부의 역할의 축소에 대한 반성이 있다. 사실 주택의 제1차 취득자인 젊은 세대의 주택보유비율이 저하되고, 저소득계층이 임차가능한 주택이 감소하는 등의 현상이 나타났기 때문이다.<sup>275)</sup>

### 2.2. 主要内容

동법의 내용 중에는 주택소유취득의 촉진을 위한 프로그램, 저소득계층 지향의 주택공급촉진을 도모하는 사업, 주택도시개발성에 의한 새로운 보조금사업, 저소득계층용 임대주택의 보전과 가임보조에 관계된 사업, 고령자·장애자·홈리스(homeless) 등 특별한 수요가 있는 사람들을 위한 주택과 서비스에 관계된 사업 등이 새롭게 규정되었다.<sup>276)</sup>

동법에서 주목해야 할 것은 연방정부의 주택관계보조금의 조건으로서 주 및 지방정부에 종합주택공급전략(Comprehensive Housing Aff-

---

274) 上掲書, 317面.

275) 上掲書, 356~357面.

276) 上掲書, 357面.

ordability Strategy; CHAS)의 제출을 의무화한 것이다. CHAS는 주 및 지방정부에 이것을 제출하지 않으면 연방보조금을 획득할 수 없다는 점에서 주 및 지방정부의 주택정책에 관한 조사·입법능력을 육성하고 촉진하는 것이다. 동시에 연방정부도 스스로의 힘으로는 불가능한 상세한 정보를 입수함과 동시에 주 및 지방정부의 정책달성정도를 파악함으로써 전미차원에서의 연방재원의 효율적이고 적절한 배분을 가능하게 하였다고 하는 평가가 있다.<sup>277)</sup>

### 3. 小 結

첫째, 주택금융시장에서 저축금융기관의 지위가 위축되고 약화되었다. 이러한 저축금융기관의 약화를 배경으로 상업은행이 저축금융기관의 인수를 통해 소매금융시장으로 진출하면서 부동산대출이 급증하였고, 주택모기지의 비중도 높아졌다. 또한, 모기지회사도 주택모기지 시장의 시장점유율이 증가하였다.

둘째, FHA·VA의 보험·보증의 후퇴하고, 따라서 FHA·VA모기지의 비중도 저하되었다. 그러나 MBS의 발행은 크게 확대되어 주택금융시장에서 중요한 기능을 수행하고 있다.

셋째, 주택금융시장에서 연방주택대부은행, FNMA, GNMA, FHLMC와 같은 공적금융기관의 역할과 기능의 중요성은 유지되고 있다. 특히 FNMA, GNMA, 및 FHLMC의 MBS의 원리금의 지급보증은 확대되었다.

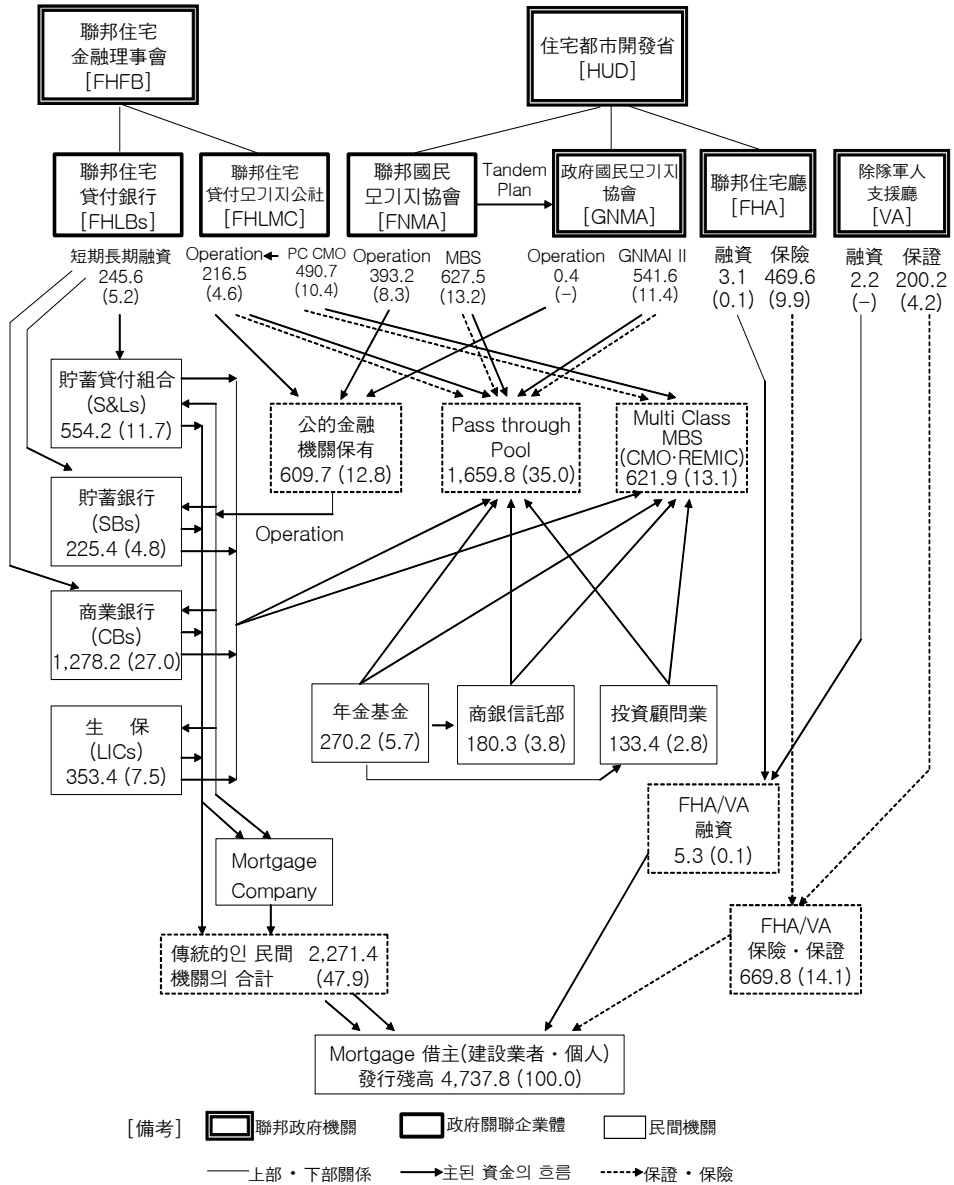
넷째, 1980년대 연방정부의 역할의 축소경향으로 소홀히 취급되었던 주택정책의 사회정책적 측면이 다시 부각되었고, 이러한 흐름을 반영한 1990년 주택법이 성립하였다.

결론적으로 1990년 이후의 주택모기지시장기구는 이하의 <그림6>과 같이 표시할 수 있다.

277) 주 및 지방정부나 민간의 비영리단체가 필요로 하는 금액에 비해 연방보조금 그 자체가 압도적으로 적었다고 하는 비판이 있다. 上掲書, 357面.

<그림 6>1990년대 주택모기지시장기구(278)

(1998년말 현재, 주요기관의 주택모기지보유·자금공급·보증잔고)



278) 上揭書, 312面.

## VIII. 結 論

미국인에게 있어서 주택소유는 American dream의 성취라는 의미를 갖는 중요한 것이라고 할 수 있다. 이러한 미국인의 주택소유의 꿈을 이루게 하기 위하여 미국의 연방정부는 공적 주택금융제도를 확립하고, 적극적인 지원을 하고 있다.

미국의 주택금융제도는 모기지를 핵심으로 하고 있는데, 이러한 모기지 중심의 주택금융제도의 기틀이 마련된 것은 1930년대의 대공황 이후였다고 할 수 있다.

대공황 이전의 주택모기지는 분할 상황이 되지 않는 10년 이내의 단기의 일괄상환형의 모기지가 일반적이었고, 모기지의 대출기준도 부채하였을 뿐 아니라 부동산의 감정평가방식도 주먹구구식이었다. 이러한 배경 하에 미국인의 주택소유비율은 높지 않았다.

대공황이 발생한 후, 이를 극복하기 위한 뉴딜개혁조치의 결과로 현재의 주택금융시스템의 기반이 확립되었다. 우선 저축금융기관에 유동성을 공급하는 FHLB제도가 확립되었다. 둘째, 주택모기지시장에 긴급구제자금을 공급한 HOLC는 현대적 의미의 모기지대출기준 및 부동산 감정평가제도를 확립하는데 크게 기여하였다. 셋째, 모기지보험을 제공한 FHA는 1차 시장의 안정화에 기여하였으며, FNMA는 2차 시장의 발전을 위한 제도적 초석을 놓았다.

뉴딜개혁이후 1960년대 초까지의 미국의 경제성장기에는 VA의 보증제도가 창설되었고, 주택건설산업의 호황이 오면서 저축금융기관이 급성장을 하였으며, 안정적인 1차 시장의 발전이 이루어졌다. 그 결과 미국인의 주택소유비율은 급상승하게 되었다. 나아가 연방정부는 주택모기지시장에 있어서 저소득계층 등의 사회적 약자에 대한 사회적 책적 배려를 더욱 강화하기에 이른다.

## VIII. 結 論

1960년대 중반이후부터 1980년대 초반까지 미국의 경제는 높은 인플레이션과 고금리현상의 순환적인 발생으로 인해 침체를 겪게 되었다. 이러한 금융긴축기에 저축금융기관이 유동성 위기에 처하게 되었고, 주택모기지시장의 침체를 가져오게 되었다. 연방정부는 1차 시장의 자금을 확보하기 위한 정책적 차원에서 저축금융기관에 대한 규제완화조치와 함께 2차 시장의 활성화를 위한 모기지의 유동화, 즉 증권화 정책을 적극적으로 추진하게 되기에 이르렀다. 특히 MBS는 금융긴축기에 있어서 연방정부의 모기지시장에 대한 지원정책의 정점에 선 정책이었다. 이로 인해 상대적으로 더딘 발전을 하였던 2차 시장이 성장하면서 투자자의 자금이 1차 시장으로 유입되는 효과를 가져왔다.

1980년대 후반에 발생한 저축금융기관의 대량 도산 현상을 해결하기 위해 FIRREA가 제정되었다. FIRREA는 저축금융기관의 인가기준과 업무에 대한 규제를 강화하여 저축금융기관의 건전성을 확보하는 한편, 저축금융기관에 대한 구조조정을 용이하게 하도록 M&A에 관한 규제를 완화하였다. 나아가 FIRREA에 의해 1930년대 확립되었던 주택금융시스템이 해체되고, FHFB, OTS, 및 SAIF에 의한 주택금융에 대한 신규제시스템이 확립되기에 이르렀다.

저축금융기관의 위기가 극복되고, 주택금융에 대한 새로운 규제감독시스템이 확립된 1990년 이후에는 주택금융시장에 있어서 저축금융기관의 지위가 현저하게 약화되었다. 이러한 저축금융기관의 약화를 배경으로 상업은행과 모기지회사가 주택모기지시장에서 중요한 역할을 담당하게 되었다. 또한, FHA·VA의 보험·보증의 후퇴하고, 민간주택보험회사가 급성장을 하기에 이르렀다. 그럼에도 불구하고, 주택금융시장에서 MBS의 발행은 크게 확대되었고, 연방주택대부은행, FNMA, GNMA, FHLMC와 같은 공적금융기관의 역할과 기능의 중요성은 유지되고 있다. 특히 FNMA, GNMA, 및 FHLMC의 MBS의 원리금의 지급

보증은 확대되었다. 또한, 1980년대 연방정부의 역할의 축소경향으로 소홀히 취급되었던 주택정책의 사회정책적 측면의 중요성이 다시 부각되기에 이르렀다.

이상과 같은 미국의 주택금융제도의 발전과정을 통해 발견할 수 있는 중요한 사실의 하나는 미국의 연방정부가 주택금융제도의 확립에 있어서 대단히 중요한 역할과 기능을 수행하였다는 점이다. 본 연구가 우리나라의 공적 주택금융시스템에 대한 이해의 폭을 넓히고, 나아가 주택금융법제의 개혁과 발전에 유익한 시사점을 줄 수 있게 되기를 기대한다. 또한, 주택금융시스템과 관련하여 국가의 재정정책이 어떠한 방향으로 나아가야 하는지에 관한 입법 정책적 시사점도 제공해 줄 수 있게 되기를 기대한다.

## <參考文獻>

### I. 單行本

김상렬·권주안·신동수, 주택금융활성화를 위한 주택저당채권 유동화제도의 연구(주산연 98-9), 서울: 주택산업연구원, 1998.

김재정·유병권, 주택저당증권(MBS)의 이해, 서울: 보성각, 2004.

윤용로, 금융개혁, 서울: 매일경제신문사, 1997.

정용상·정대, 美國金融機關規制法, 부산: 부산외국어대학교 출판부, 2005.

井村進哉, 現代アメリカの住宅金融システム, 東京: 東京大學出版會, 2002.

松村 徹·篠原 二三夫·岡 正規, 不動産證券化入門, 東京: シグマベイスキャピタル株式會社, 2000.

Barry Stuart Zisman, BANKS AND THRIFTS: GOVERNMENT ENFORCEMENT AND RECEIVERSHIP, LexisNexis, 2004.

Edmund F. Ficek, Thomas P. Henderson, & Ross H. Johnson, REAL ESTATE PRINCIPLES AND PRACTICES, SIXTH EDITION, MACMILLAN PUBLISHING COMPANY, 1994.

Grant S. Nelson & Dale A. Whitman, REAL ESTATE FINANCE LAW, Third Edition, St. Paul, Minnesota, West Publishing C., 1994.

LAKHBIR HAYRE, Editor, Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities, NY: John Wiley & Sons, Inc., 2001.

Laurence G. Taff, INVESTING IN MORTGAGE SECURITIES, Boca Raton, Florida: CRC Press LLC, 2003.



<參考文獻>

Marianne M. Jennings, Real Estate Law, Seventh Edition, Thomson West, 2005.

Robert Lawrence Kuhn, Mortgage and Asset Securitization, Homewood, Illinois: DOW-JONES IRWIN, 1990.

William W. Bartlett, THE VALUATION OF MORTGAGE-BACKED SECURITIES, NY: IRWIN, 1994.

## II. 論 文

李珣徹, “美國 Mortgage의 法的構造에 관한 研究”, 牧園大學 論文集 第10輯, 1986.

\_\_\_\_\_, “美國의 모어기지 백크트 씨큐어리티(Mortgage Backed Securies: MBSs)와 獨逸의 抵當權付債券(Hypothekenpfandbriefe)의 法理的 構造에 관한 研究”, 財産法研究 第8卷 第1號, 1991.

정 대, “美國의 金融改革立法에 관한 歷史的 考察”, 企業法研究 第13輯, 2003.

青木則幸, “アメリカにおけるモーゲジ證券化の過程”, 早稻田法學會誌 第51卷, 2001.

Alex M. Azar II, FIRREA: Controlling Savings and Loan Association Credit Risk through Capital Standards and Asset Restrictions, 100 Yale L. J. 149 (1990).

Edward L. Pittman, Economic and Regulatory Developments Affecting Mortgage Related Securities, 64 Notre Dame L. Rev. 497 (1989).

Fred Wright, The Effect of New Deal Real Estate Residential Finance and Foreclosure Policies Made in Response to the Real Estate Conditions of the Great Depression, 57 Ala. L. Rev. 231 (2005).

- Jo Anne Bradner, The Secondary Mortgage Market and State Regulation of Real Estate Financing, 36 Emory L. J. 971 (1987).
- Julia Patterson Forrester, Mortgaging the American Dream: A Critical Evaluation of the Federal Government's Promotion of Home Equity Financing, 69 Tul. L. Rev. 373 (1994).
- Lee Davison, Politics and Policy: The Creation of the Resolution Trust Corporation, FDIC Banking Review, Volume 17, No.2 (2005).
- Michael H. Shill, Uniformity or Diversity: Residential Real Estate Financial Law in the 1990s and the Implications of Changing Financial Markets, 64 S. Cal. L. Rev. 1261 (1991).
- Peter M. Carozzo, Marketing the American Mortgage: the Emergency Home Finance Act of 1970, Standardization and the Secondary Market Revolution, 39 Real Prop. Prob. & Tr. J. 765 (2005).
- Robin Paul Malloy, The Secondary Mortgage Market a Catalyst for Change in Real Estate Transactions, 39 Sw. L. J. 991 (1986).